جامعة اليرموك

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

قسم العلوم المالية والمصرفية

رسالة ماجستير بعنوان

اثر الإشارة المالية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية لبورصة عمان.

The Impact Of Signalling Theory In Raising The Efficiency Of Financial Markets: Empirical Study In The Amman Stock Exchange.

إعداد الطالب

مصطفى محمد أبو ساري

بإشراف الاستاذ الدكتور

علي المقابلة مشرفا رئيسيا

و الدكتور زياد محمد زريقات مشرفا مشاركا

(٢٠١٣/٢٠١٤)

اثر الإشارة المالية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية : دراسة تطبيقية لبورصة عمان .

The Impact of Signalling Theory in Raising the Efficiency of Financial Markets: Empirical Study in Amman Stock Exchange.

إعداد الطالب :

مصطفى محمد أبو ساري .

بكالوريوس تمويل ومصارف ، جامعة آل البيت ، المفرق ، الأردن ،٢٠٠٨

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

كلية الاقتصاد والعلوم المالية

جامعة اليرموك

وقد وافق عليها :

الأستاذ الدكتور علي حسين المقابلة .... مشرفا رئيسا .

الدكتور زياد محمد زريقات .... مشرفا مشاركا .

الدكتور محمد عبد الرحمن غرايبة .... عضوا .

الدكتور عبد الباسط عبدالله عثامنه .... عضوا .

تاريخ مناقشة الرسالة ٢٠١٣/١٠/٢٧م .

الاهداء

إلى والدي العزيز . . . . القدوة والنبراس حفظه الله ورعاه .

إلى والدتي الحنونة. . . . . التي ربتني صغيرا وأعانتني

كبيرا وبذلت الغالي والنفيس من أجل إيصالي إلى هذه المرحلة .

إلى شركاء المهد ورفاق الطريق. . . . . إخواني وأخواتي .

إلى طلاب العلم جميعا الذين يسلكون هذا الطريق رغم طوله ووعرته .

أهدي هذه الرسالة

الباحث

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين وأما بعد :

فأتقدم بجزيل الشكر إلى علي المقابلة حفظه الله ورعاه الذي تولى الإشراف على رسالتي ولم يأل جهدا في نصحي وإرشادي .

كما أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة الذين تحملوا عناء قراءة هذه الرسالة كُلاً من الدكتور زياد محمد زريقات والدكتور محمد عبد الرحمن غرايبة ، والدكتور عبد الباسط عبد الله عثامنة جعلهم الله ذخراً للأمتين الإسلامية والعربية ونفع بهم الإسلام والمسلمين ......

واتقدم بالشكر الجزيل الى كل من ساهم في انجاز هذا العمل واخراجه الى حيز الوجود

الباحث

فهرس المحتويات

أبو ساري ، مصطفى محمد . دورنظريةالإشارة المالية فيالرفعمنكفاءةالأسواقالمالية :حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك ،٢٠١٣ . بإشراف : أ . د . علي حسين المقابلة .

ملخص الدراسة

تعتبر نظرية الاشارة المالية من الظواهر المالية الهامة خاصة في علاقتها وتأثيرها على كفاءة الاسواق المالية ، وقد سعت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة ومدى تأثيرها على كفاءة الاسواق المالية ، من خلال تطبيق هذه الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان ، حيث اخذت عينة من (19) شركة خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٠) ، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل بيانات اسعار الاغلاق لاسهم شركات العينة ، واظهرت نتائج الدراسة الى وجود تباين في نتائج فترات الدراسة حيث اظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية وذات دلالة احصائية ما بين التغير في اسعار الاسهم خلال الفترة القصيرة (مقارنة اسعار الاغلاق قبل الاصدار الجديد بفترة خمسة عشر يوم وبعد الاصدار بفترة خمسة عشر يوم) ، كما اظهرت نتائج الدراسة الى وجود علاقة سلبية وغير دالة احصائيا ما بين التغير في اسعار الاسهم خلال الفترة الطويلة (مقارنة اسعار الاغلاق قبل الاصدار الجديد بفترة ثلاثين يوما وبعد الاصدار بثلاثين يوما).

الكلمات المفتاحية : نظرية الاشارة ، كفاءة الاسواق ، بورصة عمان للأوراق المالية .

Abu-Sari, Mostafa Mohammad: The role of signalling theory in lifting the efficiency of financial markets: The Case of Listed Companies Amman Stock Exchange. Master These in Yarmouk University 2013 Supervised By: Professor Dr .Ali Hussein AL-Magablah.

Abstract

The signalling theory is considered to be one of the major financial Phenomena, especially through its relationship and influence on the efficiency of the financial markets, and this study has sought to evaluate this relationship and its impact on the efficiency of the financial markets by implementing this study on the industrial companies which are listed in Amman's stock market, where a sample of (19) companies during the period of (2003-2010) was taken.

This study relied on the descriptive approach in analysing the data of the closing prices of the sample companies 'stocks, and the results of the study have shown contrast in the results of the study periods as the results showed a positive and statistically significant relationship between the changes in stock prices during the short period of time (comparing the closing stock prices fifteen days before and after the new release of stocks), also the study results showed a negative relationship with no statistically significant relationship between the changes in stock prices during the short period of time (comparing the closing stock prices thirteen days before and after the new release of stocks).

Key Words: Signalling Theory, Market Efficiency, Amman Stock Exchange.

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

١-١ المقدمة

١-٢ مشكلة الدراسة

١-٣ أهمية الدراسة

١-٤ أهداف الدراسة

١-٥ فرضيات الدراسة

١-٦ هيكل الدراسة

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

١-١ المقدمة :

يعتبر هيكل رأس المال الأمثل من الأمور الهامة التي يهتم بها كل من إدارة الشركة والمساهمون على حد سواء ،لدوره في تحقيق هدف الشركة الرئيسي وهو تعظيم ثروة المالكين.

والأساس النظري لموضوع هيكل رأس المال الأمثل يعود للباحثين Modigliani & Miller (M&M1958) وما اعتمدوا عليه من افتراضات خاصة في بناء نموذجهم لهيكل رأس المال الذي نص على عدم وجود ارتباط ما بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة بمعنى أن قيمة الشركة لا تتأثر بطريقة التمويل المستخدم M&M1958 افترضوا بأن سوق رأس المال سوق مثالي وبلا قيود تعمل على الحد من قدرة الشركة على تمويل فرصها الاستثماريةسواء أكان من خلال إصدار حقوق ملكية جديدة ام عن طريق إصدار ديون وهذا ما تم نقضه لاحقا. لكون سوق رأس المال يتسم بعدم المثالية فالحصول على تمويل خارجي للشركة ذي تكلفة اعلى من الحصول على تمويل داخلي وهو ما يؤدي بدوره على زيادة اعتماد الشركة على التمويل الداخلي وبالتالي تزداد حساسية القراراتالاستثمارية لوفرة مصادر التمويل الداخلي من خلال الأرباح المحتجزة لذلك فان Myers & majluf 1984 اشارا إلى أن الاختلاف في تكاليف التمويل الداخلي والخارجي يدفع بالشركات الى ترتيب اولوياتها التمويلية حسب كل خيار متاح

امامها بدا بالتمويل الداخلي الى الدين ومن ثم الاسهم التي يتم اللجوء إليها كأخر خيار ونادرا ما تقوم باللجوء اليه، ويعود ذلك الى تكاليف عدم تماثل المعلومات (Asymmetric information) الذي يؤدي بدوره الى مشكلة الاختيار العكسي Adverseselection problem) وحجم هذه المشكلة وتكاليفها يختلف باختلاف مصدر التمويل المستخدم فهي اكثر ما تكون في إصدارات الأسهم واقلها في التمويل الداخلي من هنا تلجا الشركات الى التمويل بالدين عند عدم توفر التمويل الداخلي لتغطية احتياجات الشركة لتمويل الفرص الاستثمارية المربحة لها .

كما اشار (Ross 1977) الى أن نوع الإصدار من اسهم وسندات دين يعمل على إرسال اشارة الى السوق يمكن من خلالها تحديد اسعار الأسهم في السوق فهو يرى ان إصدار سندات الدين يمكن ان تبعث اشارة إيجابية (Good signal) عن وضع الشركة ومستقبلها بينما في حيث تبعث عملية إصدار أسهم جديدة إشارة سلبية (Bad signal) ويعود ذلك بالأساس الى ما تم الإشارة اليه سابقا وهو مشكلة الاختيار العكسي حيث يتوقع المستثمرين في السوق ان استخدام الشركة للسندات ناتج عن مركز مالي قوي ولا ترغب بمشاركة احد في الارباح التي ستتحقق من استثماراتها المستقبلية في حين تبعث عملية اصدار الاسهم الجديدة اشارة عكس ذلك

تماما وهو ما يؤدي بدوره الى انخفاض اسعار الأسهم في السوق وعليه فان هذه الدراسة تأتي من أجل اختبار نظرية الإشارة المالية في السوق الاردنية .

١-٢مشكله الدراسة:

تعتبر سوق راس المال في الاردن من الاسواق الناشئة التي تعاني الكثيـر مـن القيـود والمعوقات التي تحد من قدرة الشركات على تمويل مشاريعها بأسعار تفضيلية فسوق راس المال في الاردن تتسم بمحدودية الحجم وانخفاض مستوى الحاجات والسيولة نتيجة لانخفـاض عـدد المتعاملين وحجم التداول وهو ما يؤدي بدوره الـى ارتفـاع تكـاليف التمويـل فـي الـسوق الاوليPrimary Market() إضافة الى ذلك أنه بالرغم من إجراءات التحرر المـالي وإعـادة هيكلة السوق لدمجه في اسواق رأس المال العالمية حيث انها في سوق راس المـال الاردنـي هنالك بعض الجوانب مثل مستوى الشفافية والتطور والرقابة ومستوى حمايـة المـستثمرين لا تزال محدودة ،وينتج ذلك من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات وعوامل تؤثر في سـلوك المستثمر وردود افعاله في السوق ،مما يطرح السؤالالرئيسيالتالي الذي يحدد ماهية مشكلة هذه الدراسة وهو:

ما مدى دور الاشارة المالية في الرفع من كفاءة الاسواق المالية؟

١-٣أهمية الدراسة :

تعود اهمية هذه الدراسة لكونها تتناول موضوعا من الموضوعات المهمة خصوصا في سوق مالي كسوق راس المال في الاردن، وحسب علم الباحث لا توجد دراسات عملية في الاردن حاولت اختبار نظرية الاشارة المالية باستخدام عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان .

كما تعود اهمية هذه الدراسة لما تقدم من اساس نظري وعملي لأصحاب القرارات في الشركات وبالتحديد للإدارة المالية في اتخاذ القرار المناسب لتحقيق اهداف الشركة ورفع قيمتها السوقية بشكل يساهم في تعظيم ثروة المساهمين وذلك من خلال تحديد نسب المزج الملائمة ما بين حقوق الملكية والدين وذلك لتحقيق الهدف الرئيسي للمساهمين في الشركة وهو تعظيم ثروتهم من خلال زيادة القيمة السوقية للشركة .

١-٤أهداف الدراسة :

من المهام الأساسية للإدارة المالية الحصول على مصدر التمويل الملائم للمنشأة أو لتمويل مشروع معين ، وقد تلجأ المنشأة إلى ثلاث مصادر من مصادر التمويل إما التمويل عن طريق حقوق الملكية (أموال مالكي الشركة) (Equity Rights) وذلك من خلال إصدار أسهم للاكتتاب، وإما التمويل عن طريق الاقتراض (Debit) من خلال عدة طرق منها (طرح سندات

للاكتتاب، الاقتراض عن طريق مؤسسات التمويل المختلفة) او عن طريق التمويـل الـداخلي (احتجاز الارباح) (Retained Earnings) وهي أحد عناصر ، ومكونات حقوق الملكية .

لذا تهدف هذه الدراسة إلى:

أ- التحقق من مدى استجابة اسعار الاسهم للإشارة المالية فيالشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٠ .

ب-اختبار عملي لأثر الإشارة المالية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

١-٥ فرضيات الدراسة :

تقوم هذه الدراسة على الفرضية الرئيسةالتالية:

هناك اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة (α=٠.٠٥) للاشـارة الماليـة علـى استجابة اسعار الاسهمللشركات الصناعية لمدرجة في بورصة عمان للأوراق الماليـة وفقـا لأدبيات نظريةالاشارة(Signalling Theory)

١-٦:هيكل الدراسة:

تتألف هذه الدراسة من خمسة فصول على النحو الآتي :

فبالإضافة لهذا الفصل الأول يتضمن الفصل الثاني الإطار النظري للدراسة ،أما الفصل الثالث فيتضمن الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة و ثم الفصل الرابع الذي يتضمن منهجية وفرضيات الدراسة ، ونتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات واهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وكذلك أهم التوصيات.

الفصل الثاني: الإطار النظري

تمهيد ٢-١

٢-٢ تكاليف الوكالة

٢-٣ المخاطر

٢-٣-١ المخاطر النظامية

٢-٣-٢المخاطر الغير نظامية

٢-٣-٣ المخاطر الكلية

٢-٤ تصنيف الاسواق المالية

٢-٥ قيمة رأس المال

٢-٦ تعريف هيكل راس المال

٢-٧ هيكل راس المال المستهدف

٢-٨هيكل راس المال الامثل

٢-٩ نظرية الاشارة المالية

٢-١٠ سياسة توزيع الارباح

الفصل الثاني: الاطار النظري

٢-١ تمهيد:

بدأت النظرية الحديثة للهيكل رأس المال مع ما اثبته(Modigliani& Miller١٩٥٨) والمعروفين باسم M&M جبريا وبافتراض ان السوق كفؤ وبافتراض عدم وجود ضريبة فـــإن تركيبة هيكل راس المال لا تؤثر على قيمة الشركة السوقية وذلك من خلال الافتراضات التالية التي حددت تحليلهم:

- أن الاسواق الرأسمالية مثالية و المعلومات متاحة بكل سهولة و التحويلات و الحركات المالية لا تكلف شيئا.
- المستثمرون عقلانيون، والمستثمرون مطلعين على المعلومات و يختارون مزيج من المخاطرة و العائد الذي يحققاكبرفائدة لهم.
- المستثمرون لديهم توقعات متماثلة (Homogeneous Expectations) ، والمستثمرون لديهم توزيعات
- وجوداحتمالية موضوعية متماثلة للعوائد التشغيلية المستقبلية .
- يمكن تجميع الشركات الى تصنيفات مخاطرة متساويةبناءا على مخاطرة اعمالهم .
- لا يوجد ضريبه على عوائد الشركة.

كما قام الباحثان M&M سابقاالذكر من خلال الية الراجحة(Arbitrage)باثبات عدم تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة (قيمة الشركة المقترضة تساوي قيمة الشركة الغير مقترضة).

أما فيما يتعلق بالانتقادات للبحث المقدم من M&Mفقد توجهت الانتقادات بما يخص موقف M&Mنحو عدم المثاليات في الاسواق و وجود الضرائب:

- تكلفة الافلاس (Bankruptcy cost) : في السوق الرأسمالي المثالي (Perfect market) لا يوجد تكلفة ترافق الإفلاس حيث يتم بيع أصول الشركة بقيمتها الاقتصادية الفعلية ولا يوجد أي تكاليف قانونية، بينما في الواقع هناك تكاليف ترافق الإفلاس مثل بيع الأصول بأقل من قيمتها الاقتصادية الفعلية بالإضافة الى التكاليف القانونية للموضوع.

(Prasanna Chandra1986,Brigham, Eugene F.1930)

اما فيما يخص ضرائب الدخل للشركات فإن M&M شكلوا فرضياتهم ضمن واقع يخلو من الضرائب، فماذا يحدث بوجود الضرائب؟

تكاليف القرض تتناقص بشكل ملحوظ كون الفوائد تعتبر تكاليف يتم خصمها من الضرائب المدفوعة، كنتيجة الزيادة في الاقتراض تخفض معدل تكلفة راس المال.

كما افترضM&Mان الاقتراض الشخصي و اقتراض الشركات هما قوتـــان قابلتـــان للتبادل بشكل مثالي الا انه هناك بعض الاختلافات و هي :

١- الفرد ليس باستطاعته الاقتراض على حسابه الشخصي بنفس معدل اقتراض الشركة.

٢- عندما يكون المقترض فردا تكون مسؤوليته تجاه القرض بلا حدود اما بالنسبة للـشركات يتم توزيع المسؤولية بالحدود الموضحة بنظام الشركة بين الشركاء.

٣- الجهة المقرضة عادة تفضل اقراض الشركات و التي تتكون من اكثر من جهة مـسؤولة اكثر من اقراض فرد واحد مما يوزع المخاطرة .

٢-٢ تكاليف الوكالة (Agency costs)

ان الهدف الاساسي للشركات هو العمل على تعظيم ثروة المالكين (Maximization of owners wealth) من خلال زيادة القيمة السوقية لا سهمهم ولا يتم ذلـك الا مـن خـلال أجتماع جميع المتعاملين مع الشركة على تحقيق ذلـك الهـدف والمقـصود بالمتعـاملين هـم المساهمون الذينيشاركون في الشركة برأس مالهم والموردين الذين يقومـون بإمـداد الـشركة بالمواد الاساسية للصناعات التي تقوم بإنتاجها كما فان العاملين في الشركة يقومون بتصنيع هذه المواد ضمن خطة واستراتيجية الشركة مقابل الحصول على رواتبهم ومكافـأتهم لـذلك فانـه لتحقيق هدف الادارة الاساسي يجب على الادارة الاهتمام بعلاقتها الجيـدة معهـم وارضـاءهم

اجمعين من اجل تحقيق هدفها من اجل استمرار ادارتهم للشركة، وكما ذكر سابقا فـــان علـــى الادارة التنسيق بين جميع الاشخاص المتعاملين مع الشركة والادارة هي التي تتخذ القــرارات الاستثمارية والتمويلية والتسويقية اي انها هي التي تدير الشركة كاملة مع الاخذ بعين الاعتبار ان الإدارة ليست من الشرط ان تكون من مالكيين الشركة بل ان المالكين يقومون بانتخــاب او تعيين من يجدونهم ذا كفاءات عالية للقيام بهذه الاعمال بالنيابة عنهم وهو ما يــسمى بطريقــة اخرى اعطاء وكالة للإدارة من اجل التصرف بأموالهم ، ومن هنا تظهر لدينا مــشكلة تــسمى بمشكلة الوكالة والتي تتخلص بالنزاع القائم ما بــين الإدارة والمــالكين مــن جهـــة والادارة والمقرضون من جهة اخرى حيث لا شك فيه ان المالكين لديهم القناعة التامة بان الادارة تحاول العمل على تحقيق الهدف الاساسي لهم ولاكن الخوف يكون لديهم من محاولة الادارة على العمل بما به مصلحة لها (مصلحة شخصية) مثل العمل على زيادة ثــرواتهم الشخــصية ، الامــن الوظيفي وامور اخرى مثل الحصول على المسكن وسيارات فاخرة وهذا كله علــى حــساب الشركة وهذا الخوف الناشئ لدى كل من الطرفين الادارة من جهة والمالكين من جهة اخــرى يخلق مشكلة الوكالة ولاكنه يمكن الحد من هذه المسلكة من خلال عاملين هما قوى الــسوق و تكاليف الوكالة.

قوى السوق : والمقصود بذلك بان كبار المساهمين في الشركة يقومون بالضغط على الادارة المنتخبة من اجل القيام بالمهام المطلوبة منهم بالشكل الصحيح وتهدد الادارة في حال عدم انصياعها لهم وعدم تحقيق هدفهم فانهم سيستخدمون حقهم في التصويت لاستبدال الادارة التي لا تعمل على تحقيق هدفهم .

تكاليف الوكالة : لتخفيف مشكلة الوكالة الى حدودها الدنيا والعمل في اتجاه تحقيق هدف الاساسي للإدارة احدث المساهمين ما يسمى بتكاليف الوكالة وهذه التكاليف تشمل عملية الرقابة على سلوك الادارة والتأكد من الاعمال غير الاخلاقية للمدراء واعطاء المديرون حوافز مادية من اجل تحقيق الهدف المطلوب منهم وذلك من خلال ربط هذه الحوافز بالقيمة السوقية للسهم . (حداد،٢٠٠٩)، (Prasanna Chandra,١٩٨٦)

اما بالنسبة للمقرضين والادارة فان المقرضون يقومون بطلب فوائد على قروضهم بناء على ما يلي :

- نسبة الفائدة على القروض الممنوحة للشركة من المقرضين تعتمد على المخاطر المقدرة على الاصول الفعلية للشركة .
- المخاطر المستقبلية المتوقعة والمتعلقة بزيادة اصول الشركة.
- تركيبة هيكل راس المال الفعلية للشركة .

- التوقعات المتعلقة بالتغيرات المستقبلية بهيكل راسمال الشركة.

حيث يتلخص خوف المقرضين وطلبهم اسعار فوائد مرتفعة من اجل اقراض الشركة لأخذ الحيطة في حال فشل المشروعات الجدية للشركة وتعرضها لمخاطر الافلاس بالمقابل في حالة نجاح المشاريع يحصل المقرضون على نسبة الفائدة المحددة لهم مسبقا فقط وجميع الارباح الناتجة عن المشاريع ذات المخاطر تذهب للمالكي الشركة .(Brigham,٢٠٠٧)

ويمكن تلخيص مشكلة الوكالة بانها من المشاكل الهامة في مجال حوكمة الشركات في كل من الشركات المالية وغير المالية ، وقد يكون الفصل بين الملكية وادارة الشركة وخوف الملاك من أن الشركة لا تدار بطريقة مهنية عالية تؤدي إلى نجاح الشركة ، وعدم انغماسهم في العلاوات، واختيار المدخلات أو المخرجات التي تناسب تفضيلاتهم الخاصة، أو فشلهم في تعظيم قيمة الشركةهي من أهم المشاكل التي قد تواجه الإدارات أمام المالكيين ، وعادة ما يشار إليها بالصراع ما بين المالكيين ومديري الشركات، حيث أن الملاك يرغبون من الإدارة ان تقوم باتخاذ القرارات التي سوف تزيد من قيمة الاسهم, وخوفهم من أن المديرين بدلا من ذلك يعملون على تفضيل زيادة رواتبهم وتعظيم ثرواتهم الشخصية ، والتي قد لا تعمل بالضرورة على زيادة قيمة السهم .

الواقع الاردني :

بالرغم من صغر حجم الاقتصاد الاردني بالمقارنة مع الاقتصاديات الدول العظمى إلا انه تعرض لعدد لا بأس به من الأزمات والمراحل الانتقالية التي شهدها منذ تأسيس إمـارة شـرق الأردن ومن اهم هذه المراحل الانتقالية مرحلة إنشاء البنك المركزي الأردنـي عـام ١٩٦٤ حيث تولى المهام التي كانت مناطة بمجلس النقد الأردني ودائرة مراقبه العملات الأجنبية واخذ مهام جديدة مثل إدارة الاحتياطي باستقلاليه أكثر وتنويع استثمارات المملكة بالعملات الأجنبيـة بدلا من حصرها بالإسترليني فقط واخذ مهمة الرقابة على البنوك التجارية التي كانـت هـي الوحيدة العاملة في المملكة والتي كانت تمارس الرقابة الذاتية على التعاملات التي تقـوم بهـا (النابلسي – التطور التاريخي للجهاز المصرفي والمالي في الأردن).

والتحول الأخر الذي شهده الاقتصاد الأردني هو إنشاء سوق مالي (بورصة) للتعامـل بالأوراق المالية والأسهم حيث كان التعامل بهذه الأدوات من خلال سماسرة محـددين ولكـن عندما ازداد عدد الراغبين بالتعامل بهذه الأوراق المالية أصبح من غيـر الممكـن الاسـتمرار بالطريقة الأولية التي كانت متبعه ،كون الجمهور الأردني كان مكتتب بالأسهم ومتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام ١٩٣٠ كأول شركة مـساهمة عامـة فـي الأردن وشركة التبغ والسجاير الأردنية عام ١٩٣١ وشركة الكهربـاء الأردنيـة عـام ١٩٣٨

وشركة مصانع الإسمنت الأردنية عام ١٩٥١. كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. ونتيجة لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعي الحكومة إلى التفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على تفاعل قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي خلال عامي ١٩٧٥ و ١٩٧٦ بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالا اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتلبيتها دعما له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثمرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (٣١) لسنة ١٩٧٦ ، والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ

١٩٧٧/٣/١٦، وباشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ كما باشر السوق أعماله بتاريخ ١/١/ ١٩٧٨ . (http://www.ase.com.jo/ar/node/844)

وكان قانون سوق عمان المالي قد حدد أهداف السوق آنذاك بتنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق وانطلاقا من ذلك اتت .فكره إنشاء.سوق مالي متطور من اجل تلبيه الحاجة الماسة لذلك حيث عمل السوق على اجتذاب عدد كبير من الاستثمارات والادخارات المحليةوالأجنبية حيث ارتأت صناديق الادخار والاستثمار الموجودة في الأردن والمؤسسات العامة ومؤسسات الضمان والنقابات وغيرها أنها فرصه استثماريه من اجل زيادة موجوداتها لمواجهه التزاماتها (النابلسي)حيث ان وجود مثل هذا السوق يعمل على تسهيل عمليات الاستثمار لكل من المستثمرين والمنشئات الراغبة في الحصول على راس المال للبدء بالعمل او الحصول على تمويلات اضافية من اجل التوسع في مشاريعها القائمة فان من ابرز الطرق للحصول على هذه التمويلات الضخمة هو من خلال السوق المالي اما من خلال اصدار اكتتاب اسهم جديدة او اصدار سندات الدين حيث ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من

(٩,٧) مليون دينار عام ١٩٧٨، ليصل الى (٦,٧) مليار دينار في عام ٢٠١٠، كما تجـاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها حوالي (٢٢) مليار دينار مقارنة مع حوالي (٢٨٦) مليـون دينار في نهاية عام ١٩٧٨. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (٦٦) شركة لعام ١٩٧٨ الى (٢٧٧) شركة في الوقت الحالي وقد كان صدور قانون الأوراق المالية المؤقت رقم ٢٣ لـسنة ١٩٩٧ من أهم معالم هذه التطورات حيث يعتبر هذا القانون نقلة نوعية ونقطة تحول هامة في سوق رأس المال الأردني حيث هدف هذا القانون إلى إعادة هيكلة وتنظيم سـوق رأس المـال الأردني واستكمال بنيته التحتية بما يتفق والمعايير الدولية تحقيقاً للـشفافية وسـلامة التعامـل بالأوراق المالية ويتمثل الطابع المركزي في إعادة الهيكلة في فصل الدور الرقابي والتشريعي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي والذي سيترك للقطاع الخاص حيث تتولى هيئـة الأوراق المالية الدور الرقابي والتشريعي، وتتولى بورصة عمان / سوق الأوراق المالية ومركز إيـداع الأوراق المالية الدور التنفيذي ، وبموجب هذه الأهداف فقد تضمن القانون إنشاء ثلاث مؤسسات جديدة مستقلة مالية واداريا وكان الهدف من ذلك الفصل الدور الرقابي والتنفيذي لتحـل محـل سوق عمان المالي وهذه المؤسسات هي :

١. بورصة عمان / سوق الأوراق المالية (Amman Stock Exchange)

تولت بورصة عمان اعتباراً من ١٩٩٩/٣/١١ مهامها كمؤسسة أهلية لا تهدف الى الربح وكجهة وحيدة مصرح لها مزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استناداً الى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (٢٣) لسنة ١٩٩٧، ثم صدر قانون الاوراق المالية الجديد رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ والذي سمح بإنشاء اكثر من سوق لتداول الاوراق المالية في المملكة لقد جاء اصدار قانون الاوراق المالية لعام ١٩٩٧ المالية في الأردن بهدف إعادة هيكلة وتنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية ، ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهذين الدورين معاً، وقد شكلت هيئة الأوراق المالية كهيئة رقابية حكومية للإشراف على سوق رأس المال وتم تأسيس بورصة عمان/ سوق الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية كمؤسستين مستقلتين تداران من قبل القطاع الخاص (الشوا شرة ، ٢٠٠٨) .

٢. هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission)

تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها وتنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية. كما تهدف الهيئة إلى تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين وتتمتع هيئة الأوراق المالية باستقلال مالي وإداري وترتبط برئيس الوزراء، مما يعزز من دورها المستقبلي ويمكنها من تحقيق أهدافها الرقابية على سوق رأس المال بكفاءة عالية. وللهيئة مجلس مفوضين مكون من خمسة أعضاء متفرغين، حيث تتمثل صلاحيات المجلس في إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز، هذا بالإضافة الى منح التراخيص المصدرة بموجب القانون وتحديد حدود للعمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية وأعضاء المركز. كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والتدقيق للجهات الخاضعة لرقابتها وكذلك المعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها .

٣. مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Centre)

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ١٠/٥/١٩٩٩ بهدف الحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية و تسجيل و نقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان الأوراق المالية بين

الوسطاء. ويتمتع هذا المركز بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري ولا يهدف الى الربح .

(http://www.ase.com.jo/ar/node/844)

ومع وجود هذا المؤسسات والحاجة الماسة للشركات العاملـة فـي الاردن التـي تتـسم بالحركة الدائمة والمستمرة حيثان نمو قطاع الشركات أمر حيوي لتحقيق التنميـة الاقتـصادية، وموضوع التمويل يعتبر السبب المباشر في نجاح الشركة أو استمرار نجاحها أو سبب توقـف هذا النجاح وفشلها, لذلك يتحتم على الشركات ان تكون قادرة على تمويـل أنـشطتها وزيـادة نموها مع مرور الوقت لتلعب دورامتزايدا في توفير فرص العمـل، وكـذلك زيـادة الـدخل للمستثمرين بها من خلال تحقيق الارباح ، الذين هم افراديلجؤون إلى استثمار ما يخدرونه مـن أموال من اجل العمل على زيادة هذه المدخرات للحصول على دخل أعلى يفي باحتياجـاتهم أو الادخار لمستقبلهم لكن المستثمر عندما يبدأ في التفكير للمرة الأولى في الاستثمار، قـد يـشعر بالحيرة تجاه جميع القرارات التي يتعين عليه اتخاذها, واي نوع من القطاعات التـي يرغـب بالأستثمار بها اصول كعقار مثلا او في البورصةالمالية من خلال الاوراق الماليـة، وبخـلاف محاولة التعرف على أنماط الاستثمار الأكثر ملاءمة له وكيف يمكنه أن يختـار بـين مئـات الخيارات المتاحة. هناك بعض المبادئ الأساسية أو المراحل والأسس الأوليـة التـي ينبغـي الاعتماد عليها عند القيام بالاختيارات الهامة بصفته كمستثمر مثل مستوى المخاطر التي يرغب

بتحملها من اجل الحصول على العائد المطلوب ، وقدرة هذا الخيار الذي سيستثمر بـــه أموالـــه على تحقيق العائد.

الدراسة هنا ستقوم على افتراض أن قرار المستثمرين الراغبين بالاســتثمار بـــالأدوات المالية في البورصة ، يقوم على العلاقة بين حجم المخاطر والعوائد لابد أن يكون عالقـــاً فـــي الاذهان طوال الوقت، وهو "كلما أردت أن تحقق أرباحاً أكثر من الاستثمار ، كلمـــا تعرضـــت لمخاطر استثمارية أكبر." فأنت عندما تقوم ببيع أو شراء أسهم، أو سندات، أو أي أدوات ماليـــة أخرى، فإنك تكون معرض لمخاطر استثمارية ودرجة المخاطر هذه تختلـــف مـــن أداة ماليـــة لأخرى، فمثلاً إن الأدوات المالية التي تتوقع منها ربحاً عالياً (مثل الأسهم النشطة) تحتوي على درجة كبيرة من المخاطر و يعني ذلك أن سعر السهم قد يرتفع بنسبة كبيرة (وهذا يعني تحقيـــق الربح بالنسبة لك)، ولكن قد يحدث العكس، وهو أن ينخفض السعر أيضاً بنسبة كبيرة (وهذه هي المخاطر التي قد تسبب انخفاض حجم أموالك واستثماراتك)،أما الأدوات المالية التي تتوقع منها ربحاً أو عائدا قليلاً (السندات الحكومية مثلاً)، فإنها تحتوي على درجة أقل من المخـــاطر (لأن تلك السندات تكون مضمونة من الحكومة). لا يقتصر العائد الذي قد تحصل عليه من الاستثمار فقط بنوع الورقة المالية المستثمر بها بليتأثر بتوقيت اتخاذ القرار الاستثماري أيضاحينما تشترى ورقة مالية (سهماً على سبيل المثال) آخذا سعرها في الارتفاع، ستحصل على ربح أعلى منـــه

عند بيعها، وفي حالة شراء ذات الورقة المالية في توقيت آخر يشهد ثبات السعر أو انخفاضــه، لن يتحقق ربح أو ربما يتحقق خسائر من جراء بيعها، لذا فتوقيت اتخاذ القــرار الاســتثماري يعتبر من أهم العوامل التي تؤثر في العائد الذي سيم تحصيله .

٢-٣ المخاطر:

هناك العديد من المخاطر التي قد تتعرض لها أثناء استثمار الأموال وهذه المخاطر تتلخص بالاتي:

١ــ المخاطر النظامية (Systematic Risk).

٢ــ المخاطرالغير نظامية: (Non Systematic Risk).

٣- المخاطر الكلية (Overall Risks) .

جاء تعريف مفهوم الخطر في أكثر من صورة حيث أشار (عبد الرحيم،٢٠٠٨) أن مفهوم الخطر يرافق حياة الإنسان حيث أن الإنسان بطبيعته البشرية يخشى المخاطر ويتجنبها قدر الإمكان ويحاول الابتعاد عنها قدر ما يمكن, لعل المستثمر يقوم بالدخول الى عالم التجارة والأعمال من اجل الحصول على دخل اضافي لذلك فمن الطبيعي أن يكون لدى المستثمر إيمانا بوجود الخطر وان يتم التعامل مع الخطر انه واقعي لذا يسعون إلى درجة ما التعرف على الخطر ومعرفة مدى تأثير هذا الخطر على استثماراتهم، لذلك يجب على المستثمرين التعرف

على الخطر ومصادره وقياس مدى تأثير ذاك الخطر على مشاريعهم الاستثمارية أو تأثير الخطر على العائد الذي تحققه المنشأة, لذا فقد تم تعريف الخطر (Brigham & Ehrhardt,2007. Weston & Brigham 1992) على انه احتمالية حدوث شيء غير مرغوب فيه، في حين عرف (العامري، ٢٠١٠) أن الخطر بأنه احتمالية تذبذب العوائد المستقبلية وبيّن أن المخاطر بأنها ابتعاد قيم المشاهدات عن وسطها الحسابي.

٢-٣-١- المخاطرة النظامية :Systematic Risk

تعرف المخاطر النظامية (Hotvedt&Tedder 1978)،على أنها تلك الجزء من التقلب في العائد الناجم عن عوامل مؤثرة تؤثر على النشاط الاقتصادي بشكل عام, أي حدوثها يكون نتيجة لعوامل عامة مشتركة تؤثر على كافة القطاعات الاقتصادية بلا استثناء, لذا توصف المخاطر النظامية بأنها مخاطرة البيئة الاقتصادية العامة General Economic Environment، وهي المخاطر التي تظهر من خلال علاقة الاستثمار الفردي بالسوق أي تبين انه هناك علاقة بين الاستثمار الفردي والسوق, وان الاستثمار الفردي يتأثر بدرجة معينة قد تزيد أو تقل عن التقلبات التي تحدث في السوق, لذا عندما تكون البيئة الاقتصادية العامة مستقرة نسبيا تكون المخاطر النظامية مستقرة أيضا نسبيا ويتبين ذلك من خلال احتساب المخاطر النظامية في فترات زمنية مختلفة، فإذا تبين خلال القياس أن المخاطر النظامية مستقرة نسبيا فان

ذلك انعكاس لاستقرار البيئة الاقتصادية العامة، أما إذا كان نتيجة قياس المخاطر النظامية متقلبة وغير مستقرة فأنه يكون نتيجة للتقلبات الحاصلة في البيئة الاقتصادية العامة، وتعرف المخاطر النظامية أيضا بمخاطر السوق لأنها انعكاس أثار الظروف الاقتصادية العامة على السوق المالي، لذا تعكس تقلب عوائد المنشأة نتيجة للتغيرات الشاملة في السوق المالي، ويبين (عبد الرحيم و٢٠٠٨) أن المخاطر النظامية تتمثل فيما يلي:

المخاطر الاقتصادية العامة.

ب . مخاطر التضخم.

ج . المخاطر الدولية.

٢-٣-٢- المخاطرة الغير نظامية :(NonsystematicRisk)

المخاطر الغير نظامية (Bodieelt, 2009) هي المخاطر التي تؤثر في منشأة معينة أو في قطاع معين فقط دون غيره، فالتقلبات التي تحدث في عوائدها يكون نتيجة إلى أسباب تعود للمنشأة وفي هذه الحالة تكون مخاطر المنشأة مستقلة عن محفظة السوق ، ويكون معامل ارتباط محفظة الشركة مع محفظة السوق مساويا صفراً، وهذه المخاطر التي تتحملها المنشأة تكون مرتبطة بالاستثمار ذاته أو من المنظمة صاحبة الاستثمار، فقد تتخذ قرارات غير مرغوب فيها

فينعكس أثار تلك القرارات سلبا على العائد، لذا فان التقلبات التي تحدث في عائد المحفظة لا دخل للسوق فيها في هذه الحالة .

أشار(عبدالرحيم، ٢٠٠٨) بأن المخاطر الغير نظامية تنقسم إلى ثلاثة أقسام وهي:

أ. مخاطر الأعمال.

ب. مخاطرمالية.

ج . مخاطرالإصدار.

٢-٣-٣- المخاطرة الكلية :Total Risk

المخاطر الكلية أنها مجموع التباين في معدل العائد وهي تساوي حاصل جمع المخاطر النظامية بشقيها (مخاطر الأعمال و المخاطر المالية) والمخاطر الغير نظامية بشقيها (مخاطر الأعمال والمخاطر المالية)

المخاطرة الكلية = المخاطرة النظامية + المخاطرة الغير نظامية المخاطر النظامية: هناك عامل مشترك في التعريفات المختلفة للمخاطر النظامية هو أنها الحدث الذي يؤثر على الاقتصاد بشكل عام بجميع قطاعاته ، وهي تعتبر مثل صدمة اقتصادية أو فشل للمؤسسات ، حيث لا يمكن للتنويع التخفيف من اثر هذه المخاطر, وتسمى الخطر الذي يبقى حتى بعد التنويع بمخاطر السوق، وهي المخاطر التي تعزى إلى السوق نفسه والتي تؤثر على جميع الشركات بجميع

القطاعات, وتسمى المخاطر النظاميةبتسميات متعددة منها: مخـــاطر الـــسوق(Market risk)و المخاطر غير القابلة للتنويع (Undiversifiable risk)والمخـــاطر التـــي لا يمكـــن تجنبهـــا (Unavoidable risk)و المخاطر العادية (Ordinary risk) (Bodie, Kane.Marcus, 2009, p195)

(www.uop.edu.jo/Material/113071832010.doc)

المخاطر الغير نظامية التي يمكن العمل على تقليل نسبة تأثيرها من خلال التنويـــع فـــي الاستثمارات والذي يقصد به العمل على توزيع الأموال المعدة للاستثمار على عدد من الأدوات وقنوات الاستثمار بدلاً من استثمارها كلها في مجال أو شركة واحدة ، فأنت مثلاً إذا وضـــعت أموالك كلها في أسهم شركة واحدة وحدث أن انخفض سعر هذا السهم في البورصة فـــإن هـــذا يعني أن قيمة استثماراتك سوف تنخفض، وسياسة التنويع في البورصة تعتمـــد علـــى توزيـــع الاستثمارات على مجموعة مختلفة من الأدوات المالية، كالأسهم، والـــسندات، وغيرهـــا مـــن الادوات الاستثمارية. وكذلك أيضاً التنويع بداخل كل مجموعة، فمثلاً يمكـــن التنويـــع بـــداخل مجموعة الأسهم؛ بحيث يتم توزيع الأموال المستثمرة من خلال شـــراء أســـهم مـــن مختلـــف القطاعات الاقتصادية لتحقيق أقصى فائدة من التنويع.

وتقوم الشركات كذلك بالتنويع في مصادر الاموال لتمويل المشاريع الجديدة مثل الاقتراض اما من البنوك او من خلال اصدار سندات او تقوم بإصدار اسهم جديدة من اجل التقليل من حجم المخاطر التي تتعرض لها ، وذلك من خلال المزج ما بين حقوق الملكية والديون وهو ما يعرف بهيكل رأس مال الشركة الذي تستخدمه في تمويل مشاريعها من اجل تقليل المخاطر التي قد تتعرض لها ، لتحقيق الهدف الأساسي من قرارات هيكل رأس المال المناسبة هو من أجل تعظيم قيمة الشركة في السوق المالي وبالتالي تعظيم ثروة مالكي الشركة وفي حال عدم كفاءة او فعالية هذه القرارات قد تؤدي الى خسارة للشركة مما يدفعها الى تراكم التكاليف غير الضرورية التي قد تؤدي بالشركة الى الافلاس والتصفية التي تعمل على انهاء اعمال الشركة في السوق .(Jocelyn Martel١٩٩٥)

ولفهم كيفية تمويل الشركات لمشاريعها في البلدان النامية فإنه من الضروري دراسة العوامل المحددة لتمويلها للمشاريع أو قرارات هيكل رأس المال لان كيفية تقسيم رأس المال العامل في الشركة هو شيء مهم حيث ان التغير في تركيبة رأس المال للشركة قد يسبب تغيرا في القيمةالسوقية لاسهم الشركة او تغيرا في مستوى مخاطرها، لذلك ومن المعروف أنه عندما تغير الشركة هيكل رأس مالها من خلال اصدار اسهم جديدة ، فإنه يتغير بالتالي الواقع النسبي وموقف القيم السوقية لمالكيها عما كان قبل الاصدار الجديد وفقا لذلك ، فان الملاك و بقدر

حجم رأس مالهم يهتمون بعائدات الأوراق المالية الخاصة بهم والتغيرات في الشركة حيث التغيرات في القيمة السوقية هو الافتراض الأساسي للتأثير نظرية الإشارة في هيكل رأس المال.

٢- ٤تصنيفات الاسواق المالية :

المتعاملون العقلانيون بالأسواق المالية يقومون بتقييم اي سهم بناء على العائد المتوقع بالمقارنة مع مخاطرته حيث هنالك فرق في النظرة للسعر من قبلهما للاسهم فالمشترون عند تقييم سعر السهم فانه يكون بالنسبة لهم هو السعر الذي يرون فيه اقل من السعر الحقيقي للسهم اي ان سعره سوف يأخذ بالتزايد في المستقبل اما بالنسبة للبائعين فان سعر السهم الذين يطلبونه مقابل التنازل عن امتلاك السهم هو اعلى سعر متوقع يمكن ان يصل له السهم اي ان قيمة السهم الحقيقة هي اقل من السعر المطلوب به ولولا وجود هذا الاختلاف لما تمت اي عملية تبادل تجارية بينهما لذلك فان المستثمرين في الاسواق المالية يقومون بتنويع استثماراتهم من اجل المحافظة على مستوى معين من المخاطر مقابل عائد معين .(حداد ، ٢٠٠٩)

والشركات ايضا تعمل على التنويع بهيكل راس المال من اجل العمل على بعث اشارات لتنعكس في سعر السهم بالسوق حيث يمكننا التعرف على مقدرة هذه الاشارات على العمل من رفع قيمة الاسهم في السوق من خلال نوع السوق المالي نفسه بالإضافة الى تقليل المخاطر

المرتبطة بالشركة حيث يمكن العمل على تقسيم الاسواق من حيث الكفاءة (Efficient markets):

١-سوق ضعيف الكفاءة (Weak Efficient Market):

وهو السوق الذي يتم فيه تقييم سعر السهم على المعلومات التاريخية (Historical Information) فقط من حيث ارتفاع وانخفاض ومن اهم مظاهر هذا السوق الحركة العشوائية للأسعار في السوق لان الاسعار في المستقبل منفصلة عن الاسعار في الماضي.

٢-السوق شبه قويالكفاءة (Semi Efficient Market) :

وفي هذا النوع من الاسواق يتم تقييم الاسعار بناء على المعلومات التاريخية(Historical Information)بالإضافة الى المعلومات الحالية (Current Public Information) مثل توزيع الارباح وتوزيع الاسهم المجانية وغيرها .

٣- السوق القوي (الكفؤ) (Strong Efficient Market) :

ويعبر عنه بالسوق القوي عندما تعكس المعلومات التاريخية بالإضافة للمعلومات الحالية والمعلومات الشخصية التي تتوفر لدى المستثمرين اضافة الى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة من ادارة الشركة المصدرة للاسهم او كبار العاملين بها (All types of information) (حنفي) على سعر السهم في السوق بشكل مباشر وهو اكثر انواع الاسواق

كفاءة حيث انه لا يمكن لأي شخص تحقيق ارباح اضافيه من جراء حصوله علـــى معلومـــات غير متوفرة لدى باقي المتعاملين بالسوق حيث يعتبر سعر الــسهم بأنـــه عبـــارة عـــن مـــرآة للمعلومات المتاحة وبناء على ذلك فانه وفي حال كان السوق قوي فان السعر يقترب اكثر مـــا يمكن للسعر الحقيقي والعادل الذي يعمل على تعويض المستثمر به بالأربـــاح لقـــاء تحملهـــم المخاطر المرتبطة باقتنائه لذلك السهم ومن اهم الشروط الواجب توفرها في الـــسوق الكفـــؤ توافر المعلومات والبيانات للجمهور بشكل عام وتوفير السيولة وهي القدرة على بيـــع وشـــراء الاوراق المالية بسرعة وسهولة وبسعر محدد ومعروف وكذلك انخفاض تكلفة عقد الـــصفقات وهي ذات علاقة عكسية مع كفاءة السوق والعمق وهو دلالة على وجود أعـــداد كبيـــرة مـــن المتعاملين وكذلك عدم وجود قيود على الدخول والخروج من السوق (شقيري موسى واخرون ٢٠١٢) (حنفي) (عبد النبي،٢٠٠٩) لذلك اتت نظرية الاشارة المالية من اجل العمل علـــى تقليل الفجوة ما بين الجهور من اجل التوصل الى السعر العادل للورقة المالية بالسوق من خلال بعض التقنيات التي تستخدمها.

وكذلك يلعب السوق الكفؤ دورين احدهما مباشر والاخر غير مباشر :

الدور المباشر فحواه انه في السوق الكفؤ فإن السعر السوقي يكون يعكس السعر الحقيقي للسهم فعندما تكون الشركة لديها اعمال ناجحة ومربحة فان القيمة السوقية لا سـهمها سـوف ترتفع لان عملية تقييم سعر السهم مرتبطة بالإشارات التي تبعها الشركة للسوق

اما الدور غير المباشر فهو يتضمن زيادة ثقة المقرضين وذلك بسب الاقبال علـى سـهم الشركة بالإضافة الى الارباح الموزعة على المالكين بمثابة مؤشر امان لهم مما يعني حـصول الادارة على الموارد المالية المطلوبة في حال الحاجة لها (عبد النبي ،٢٠٠٩).

٢- ٥ قيمة رأس المال:The Capitalized Value

هو قياس رأس المال في أداء وتقييم المشاريع المستقبلية المتوقعة، حيث أشار (Miller& Modigliani, 1961) على انه يمكن تطبيق واستعمال أربعة أساليب متميزة، جميع هذه الأساليب تستخدم عندما تكون الأسواق مثالية والناس عقلانيين تماما.

حيث قام الخبيران الاقتصاديان (M & M)and Miller Modigliani قبل اكثر مـن ٥٠ عاما بكتابة مقالين علميين هامان جدا، وكان واحدا منهما حول الشركة وهيكل رأس المال الأمثل (M & M الأول، ١٩٥٨) والاخر حول الشركة و سياسة توزيع الارباح المثلى (M & M الثاني، ١٩٦١). أثبتاand Miller Modigliani أن كل من هيكل رأس المال ولا سياسـة توزيع أرباح تؤثر بقيمةشركة، اذ ينبغي على الشركة التركيز على مهمه اخرى وهي اين وكيف

ومتى يجب استثمار اموالها (Hans Byström, 2007) حيث ان هنالك طـريقتين للـشركة لتغطية احتياجاتها المالية لتغطية مشاريعها ماليا وتقسم الـى المـصادر الداخليـة والمـصادر الخارجية حيث يعبر عن المصادر الداخلية باحتجاز نسبة من ارباح الـسنه الـسابقة لتغطيـة الحاجات التمويلية المطلوبة والاخرى المصادر الخارجية التي تقسم اما الى زيادة راس مالها من خلال طرح اسهم جديدة للتداول (زيادة حقوق الملكية) او من خلال اقتراض المبلغ المطلـوب اما من خلال المؤسسات المالية (اقتراض مباشر) او عن طريق طـرح سـندات للاكتتـاب (اقتراض غير مباشر) (Hans Byström 2007)

حيث تعتبر نظرية (M & M) and Miller Modigliani حجر الزاوية في تمويـل الشركات الحديثة ، ونظريتهم كانت قائمه على مجموعه من الفرضـيات التـي تظهـر بـان القرارات المالية للشركة لا تؤثر على قيمتها حيث شرح نظرية على النحو التالي:

بوجود أسواق جيدة الأداء والضرائب محايدة (أي بافتراض عـدم وجـود ضـرائب) والمستثمرين عقلانيين والقيمة السوقية للشركة تعتمد فقط على تيار الدخل المتولد من أصولها ، مع عدم وجود تكاليف عمليات (سواء اكانت عمولة وساطة لكلا عمليات البيع والشراء وايضا الشركة تعمل على اصدار الاسهم الجديدة بدون تكلفة تضاف الى سعر السهم) ومع افتـراض ثبات سعر الفائدة بالنسبة للاقتراض او الاقتراض وكـذلك جميـع المعلومـات متاحـة لكـل

المستثمرين بنفس المستوى) ويترتب على ذلك على وجه الخصوص أنه يجب أن لا تتأثر قيمة الشركة بحصة الديون في بياناتها المالية وسوف يتم تقييم الشركة بناء على ارباحها أوعن طريق العوائد .

اذ أن قرارات التمويل للشركات تنطوي على مجموعة واسعة من قضايا السياسة العامة علــى المستوى الكلي، فإن لها آثارا على تطوير سوق رأس المال وسعر الفائدة و تحديـد الــسعر ، وعلى المستوى الجزئي حوكمة الشركات وتطوير الشركةمثل هذه القرارات التي تــؤثر علــى هيكل رأس المال (Green, Murinde and Suppakitjarak, 2002)

٢-٦ هيكل رأس المال (Capital Structure) :

يعتبر هيكل تمويل الشركة من المهام الرئيسية التي تهتم بها الإدارة المالية، حيث تسعى الإدارة المالية للمنشأة في البحث عن مصادر التمويل الملائمة والمناسبة والتي تتوافق مع المشروع المنوي تمويله ، لذلك تعمل الإدارة المالية على أن يكون هيكل التمويل ذا تكلفة اقل من العائد المتوقع من المشروع قدر الإمكان وان يكون ذا مخاطر منخفضة إن أمكن ذلك ،ومن أهم مصادر التمويلهو التمويل عن طريق الاقتراض (سندات الدين) او عن طريق اصدار حقوق ملكية (اسهم) كمصادر تمويل خارجية او عن طريق استثمار احتجاز الارباح كمصدر داخلي لذلك فان أولى المهام المناطة بالإدارة المالية هي إدارة رأس مال المنشاة وتحديداً رأس

المال المستهدف ويترتب على الشركة اختيار هيكل التمويل الأمثل الذي يؤدي إلى تدني معدل تكلفة التمويل ، و تعظيم وزيادة القيمة السوقية للمنشاة أو العائد على حقوق الملكية ، ولتحديد هيكل التمويل ينبغي تحديد النسب الملائمة للتمويل اللازم للمشروع بتحديد نسبة التمويل من حقوق الملكية ونسبة التمويل من خلال الاقتراض وبالتالي التحكم بدرجة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي ، ويعتبر أفضل مزيج في الهيكل المالي هو الذي يحقق التوازن ما بين المخاطر التي قد تتعرض لها المنشأة وتعظيم قيمة السهم .

ومن المعروف ان اول من اسس لنظرية هيكل راس المال هما (Franco Modigliani, and Merton Miller) واصبحت نظريتهم تعرف بنظرية MM Theoryوحصلوا عليها وبموجبها جائزة نوبل . لقد ظهرت نظريتهم هذه لأول مرة في عام ١٩٥٨ وكان جوهرها يفترض عدم وجود ضريبة دخل، ولقد اعادوا صياغتها في عام ١٩٦٣ بافتراض وجود ضرائب.

يتكون راس مال اي شركة مساهمة ، وحسب المعايير المحاسبية من جزئيين رئيسين هما (حقوق الملكية (Equity Rights) والديون (Debt) حيث ان حقوق الملكية بدورها تتكون من ثلاث عناصر هي:

١-راس المال المدفوع (Paid in capital) : وهو المبلغ الذي دفع فعليا كثمنا للاسهم العادية التي طرحت للاكتتاب العام وتم بيعها .

٢- فائض راس المال (Capital Surplus) وهو المبلغ الذي يظهر جراء بيع بعض الاسهم العادية في مرحلة طرحها على سعر اعلى من سعر طرحها .

٣- الارباح المحتجزة (Retained Earnings): وهي المبالغ التي تحتجز من الارباح الصافية التي تحققها الشركة بعد بدء عملها وتضاف الى راس مال الشركة بدلا من توزيعها على حملة الاسهم .

واما الديون، فهي اما مباشرة (Direct Debt) اي الاقتراض النقدي المباشر من البنوك التجارية او شركات التمويل وإما غير مباشرة Indirect Debt وهي الاموال التي يتم تجمع عن طريق طرح سندات (Bonds) ومن الجدير بالذكر ان الديون كوسيلة ومكون لراس المال لها ايجابيات (Advantages) ولكن لها سلبيات (Disadvantages) بذات الوقت ، حيث ان من اهم ايجابيات الديون ان الدائن لا يتدخل في قرارات الشركة اطلاقا فلا يتعدى دوره في تلقي الفوائد (Interest) التي استثمرها في اقراضه للشركة، على العكس من الاسهم (Stocks) لان مالك السهم يعتبر شريكا في الشركة واحد مالكيها، وحملة الاسهم العادية هم الذين يتحكمون في كل قرارات الشركة ، ويعينون اداراتها ومحاسبيها.

ان الفوائد التي تدفعها الشركة لأصحاب الديون المباشرة وغير المباشرة، تعتبر احد اوجه المصاريف والتكاليف التي تقتطع من الايرادات لحساب الدخل الخاضع للضريبة (Taxable income) وهنا نلاحظ انه كلما زادت حصة الديون في راس المال تزيد الفوائد المدفوعة عليها من قبل الشركة، وعليه تزداد كمية الاقتطاعات من الايرادات نظيرا لهذا النوع من التكاليف، مما يؤدي الى انخفاض الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي صغر هذا المبالغ التي تدفعها الشركة بشكل ضريبة دخل (وبالتالي تعاظم ارباح الشركة ما بعد الضريبة) (Maximization of After tax Profit) وهو الذي تطمح اليه الشركة وهذه الايجابية الاخرى الرئيسية للديون .

وهذا يبرز السؤال الكبير التالي : هل تستطيع الشركة المساهمة ان تمول كل رأسمالها بالدين ؟

والجواب هو لا وهذا يقودنا الى الجانب الاخر من الصورة وهي سلبيات وعيوب الديون ، او مخاطر الديون Risk of Debtونظرا لكون الفائدة على الديون تكون ثابته او متزايدة ، وتمثل التزاما قانونيا (Legal Obligation) لا بد من دفعة سواء كانت الشركة رابحة ام خاسرة ، فهذا يفتح الباب الى احتمالية وصول الشركة الى حالة عسر مالي (Financial insolvency) واذا تواصل مثل هذا العسر فانه على الارجح سيقود الى حالة الافلاس

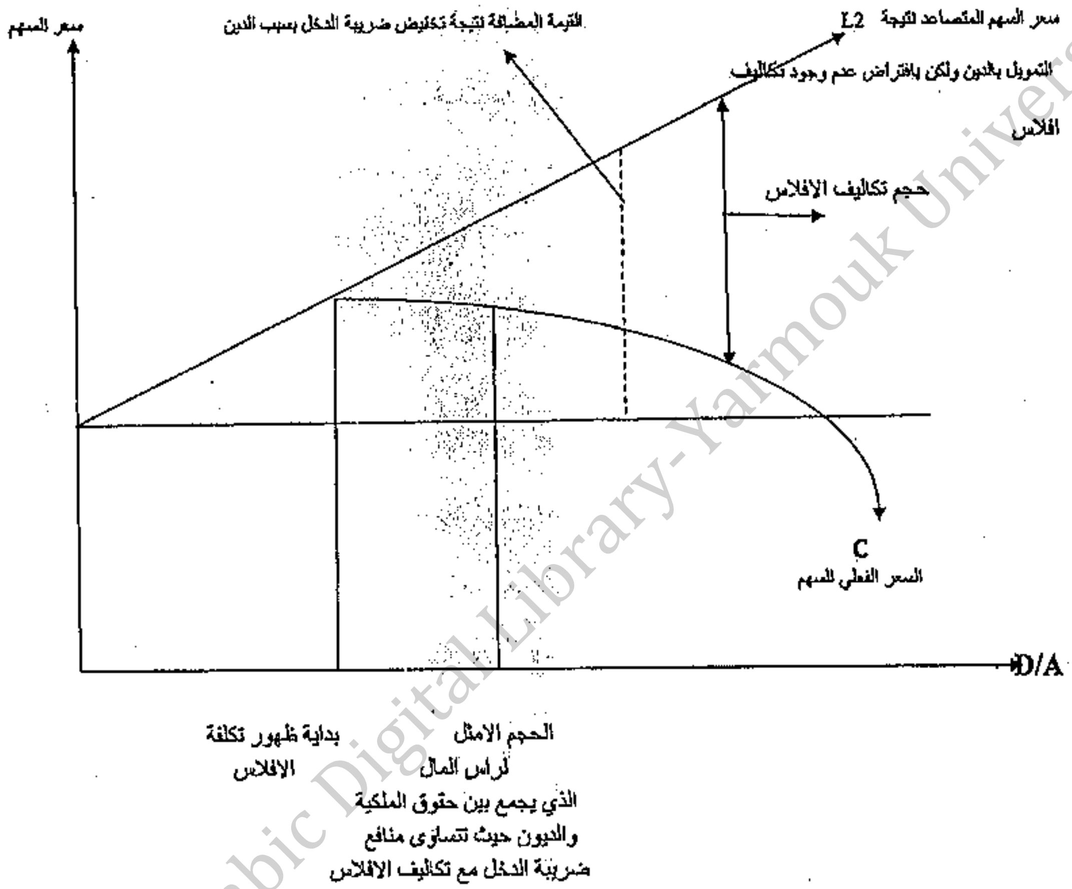
Bankruptcyوهو الخطر القاسي الذي تحاول ادارة الشركة تجنبه عن طريق تجنب المزيد من الديون والتزاماتها ومن ناحية اخرى فان القوانين المالية والمحاسبية لا تسمح للشركات المساهمة ان تشكل رأسمالها من الاسهم الممتازة فقط Preferred Capital ولا تسمح للشركة بتشكيل راس مالها من الاسهم العادية فقط اي Comman Capital ولا من مجموعهما (اي راس المال الممتاز وراس المال العادي) وفي ذات المنحى لا يسمح للشركة بتشكيل رأسمالها من الديون فقط ، فالمسموح به هو ان يكون راس المال الشركات المساهمة Corporations خليطا mix من الانواع الثلاث التي ذكرت مضافا اليها الارباح المحتجزة سنة بعد سنة .

وأما السبب الثالث الذي يمنع من التمويل الكامل لرأس المال عن طريق الدين، فيعود الى ما يسمى " أثر ضريبة الدخل" أو Income Tax Effect، والذي يبرز من كون أن الضريبة على الدخل المتأتي من السندات أو الديون وهو الفائدة Interest يكون خاضعا لنسبة ضريبة دخل عالية (تصل في الولايات المتحدة الى ٤٠%) وأما الضريبة على الدخل المتأتي من الاسهم (وسواء أكان الدخل هذا مصدره من الارباح الموزعة Dividends أو تأتي عن طريق الربح من بيع الاسهم على سعر أعلى من سعر شراءه والذي يسمى Capital Gain فهذا الدخل يخضع الى نسبة ضريبه لا تصل الى نصف نسبة ضريبة الدخل على الديون (كما هو

الحال في الولايات المتحدة).اذلك نجد أن قوانين ضريبة الدخل لا تحبذ التوسع في تشكيل رأس المال من الديون.

إن الاسهاب في تمويل رأس المال بالديون أكثر من مستويات معقوله، فإن ذلك يعتبر وصفه مضمونه و كلفه سيئة للوصول الى الافلاس Bankruptcy، فالسبب الرابع الذي يردع الشركات المساهمة و إداراتها عن الاكثار من الديون هو ما يسمى: أثر تكلفة الافلاس The Effect of Bankruptcy Costو يعود ذلك الى حقيقة وجود تكاليف قانونية Legal Costs بسبب تولي المحاكم قضايا الافلاس، وإلى حقيقة وجود تكاليف محاسبيه Accounting Costs قاسيه نتيجة بيع موجودات الشركةالمفلسة عند تصنيفها بأسعار أقل بكثير من سعرها الملائم Fair Price في السوق و إذا صدف أن نجحت الشركةللعودة للعمل ثانيه بعد أن يعلن إفلاسها، فإنها ستواجه مصاعب جمه في استعادة الثقة بها من قبل جمهورها وزبائنها، وعملائها وموظفيها و رجوعهم لها (Brigham٢٠٠٩).

شكل رقم (١)



المصدر :

L1 :يمثل سعر السهم عندما نفترض عدم وجود دين

L2 :يمثل سعر السهم بافتراض وجود دين/ ولكن بدون تكلفة إفلاس

C :المنحنى الذي يبين مسار سعر السهم فعليا

D/A:المحور الافقي الذي يمثل نسبة الدين الى الاصول

أما السبب الخامس الذي يحول دون التمويل الكامل بالدين فيأتي من نظرية مشهوره و المعروفةبالنظريةالتبادلية Trade-Off Theory حيث تقوم ادارة الشركةالمساهمة بالاقتراض الى الحد الذي تراه وعنده تتساوى منافع التخفيض في ضريبة الدخلالمتأتيةمن الدين والتي تسمى Tax Benefits & Debt مع تكاليف الافلاس الناتجة عن الدين Bankruptcy Cost of Debt، و يمكن توضيح هذه النظرية بالشكل البياني السابق حيث يمثل

- المحور العمودي: سعر السهم
- المحور الافقي: نسبة التمويل بالدين و التي يقسم فيها مجموع الديون D على مجموع الاصول A و تسمى هذه النسبة : الرافعةالمالية Financial Leverage
- الخط L1: سعر السهم عندما تكونالشركة غير مقترضه
- الخط L2: سعر السهم الذي يتصاعد مع وجود الدين و بافتراض عدم وجود تكلفة إفلاس
- المنحنى C: يمثل المسار الفعلي لسعر السهم و الذي يبدأ بالصعود الى قمة معينه، يبدأ بعدها بالانحدار
- الخط المنقَط: يمثل القيمةالمضافة لمكاسب الدين المتمثلة بتخفيضات ضريبة الدخل
- الخط الذي يصل بين L1 و بين C فيمثل حجم تكاليف الافلاس

- أما الحجم الأمثل للدين و لرأس المال فيمثله العمود النازل من قمة (أعلى نقطه) في C2 الى محور D/A، و تتساوى عند هذه النقطة المنافع الضريبية من الدين مع تكاليف الافلاس الناتجة عن الدين (Brigham٢٠٠٩) .

و أخيرا، نظرية الإشارةSignalling Theory، تقف حائلا دون التمادي بالديون و الاقتراض، و تنطلق فكرة هذه النظرية من كون إدارة الشركةالمساهمة تنتخب من قبل حملة الاسهم العاديةCommon Stocks Holders و ذلك من خلال ممثلي حملة الاسهم العادية، و عليه يصبح واجب ومهمة الادارة هو خدمة مصلحة حملة الاسهم العاديةاللذين قاموا بانتخابهم وهم أمناء على هذه المصلحة والمهمة، علما أن بعض المعلومات تصل في نفس الوقت إلى كل من الإدارة والمستثمرين والمتعاملين والجمهور على قدم المساواة، ويسمى هذا النوع من المعلومات بالمعلومات المتماثلةSymmetric Information، ومثالها معلومات عن التضخم مثلا أو عن الناتج القومي، و سواها.

ولكن هناك ايضا نوع من المعلومات لا تصل بالتساوي والتماثل الى كل من الادارة والجمهور والمتعاملين والمستثمرين وتسمى هذه المجموعة: بالمعلومات المتباينة Asymmetrical Information، حيث أن هناك معلومات تصل الى إدارة الشركة قبل سواها مثل النية في إنشاء مشروع توسعي جديد تنوي الشركة القيام به، فإن معلومات مثل هذا

المشروع تصل الى الادارة قبل سواها و انطلاقا من حـرص الادارة علـى خدمـة مـصلحة المساهمين الحاليين اللذين يمتلكون اسهمها العادية الحالية، فإن الادارة تقوم بطرح سندات (أي الاقتراض بواسطتها) لتمويل المشروع الجديد المنوي تنفيذه و لكن هـذا فقـط إذا قـدرت أن المشروع الجديد واعد، و مربح، و فرص نجاحه عالية، و تهدف الادارة من قيامها بذلك هـو لقطع الطريق على دخول مساهمون جدد، و للحيلولة دون دخولهم (إذا كان المشروع الجديـد مربحا) حيث لا تقوم بطرح أسهم لتمويل هذا المشروع و لو صدف أن دخل مساهمون جـدد فانهم سيشاركون المساهمون القدامى في فرص الربحية المحتملة من المشروع الجديد و لكـن حرصها على مصلحة المساهمون القدامى تجعلها لا تطرح أسهم بل تطرح سندات للتمويل.

وعلى العكس تماما إذا قدرت إدارة الشركة أن المشروع الجديد ينطوي على مخاطر عالية، و فرص ربحيه متدنية، فإنها في هذه الحالة تقوم بمحاولة إدخال مساهمون جدد للشركة للتوزع المخاطر والخسائر المحتملة على أكبر عدد ممكن من المساهمين بدلا من أن يتحملها المساهمون القدامى وحدهم، وعليه فإن الادارة تقوم بطرح أسهم بدلا من السندات لتمويل المشروع الجديد.

أما جمهور المستثمرين فإنهم يتمتعون بالخبرة و الذكاء والفنية والمهارة في سلوكهم، و عليه إذا لاحظوا أن شركة مساهمه كبيره و قديمة في الاعمال Business قامت بطرح سندات

فجأة للتمويل فإنهم يلتقطون هذا الطرح كإشارة Signal الى وجود مشروع أو مستقبل جيد و واعد لهذه الشركة، و عليه فلا يشترون هذه السندات، بل يقومون بدلا من ذلك بشراء اسهم الشركة من السوق المالي (البورصةالمالية) و لا أحد يمنعهم من ذلك.

أما إذا قامت الشركة بطرح أسهم، فيلتقطون ذلك على أنه إشارة Signal لمحاولة الايقاع بهم و جرهم الى الخسائر و المخاطر المحتملة القادمة، لذلك يقومون بشراء سندات هذه الشركة و ليس اسهمها المعروضة عليهم، متذكرين أن السهم أداة ملكيه و تملك، يشارك في الارباح و الخسائر، أما السند فهو أداة دين يقبض عائده من الفائدة إجباريا (سواء ربحت الشركة أم خسرت) لذلك فالسند لا يشارك في الخسارة.

٢-٦ تعريف هيكل التمويل:

هناك مفهومان رئيسيان لهيكل الشركات : هيكل التمويل(Finance Structure) وهيكل رأس المال (هندي ،١٩٩٧) يعرف الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر المالية التي حصلت منها المنشأة على تمويلها بهدف تمويل مشروعها الجديد أو توسيع حجم استثماراتها القائمة ، لذا فهو يتكون من الجانب الأيسر للميزانية العامة (جانب الخصوم) فهو يشمل كافة مصادر التمويل سواء كانت مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ، في حين يشمل هيكل رأس مال الشركات على مصادر التمويل طويلة الأجل فقط التي تستخدمها الشركات في تمويل مشروعاتها

الاستثمارية التي تكون عادة طويلة الأجل ، فمن خلال ما تقدم ومن خلال التفريق تبين أن الهيكل المالي يختلف عن هيكل رأس المال الذي يشمل القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية والأسهم الممتازة، في حين الهيكل المالي يشمل على القروض القصيرة والطويلة الأجل ، وحقوق الملكية ايضا وأما الهيكل المالي فأنه يشمل على جميع الأموال التي يتم من خلالها تمويل موجودات المنشأة ، سواء أكان التمويل من خلال الاقتراض ،أو التمويل من خلال حقوق الملكية لذا فهو يظهر في جانب الالتزامات في الميزانية العمومية للمنشأة (العامري ،٢٠١٠) وفي نفس السياق عرف كل من (Brigham &Ehrhardt)،2007 أن هيكل رأس مال المنشأة هو مزيج من حقوق الملكية والديون كما وعرف هيكل رأس المال بانه مزيج معين من الديون وحقوق الملكية للشركة تستخدمه لتمويل مشاريعها ، ويعتبر الهدف الأساسي من قرارات هيكل رأس المال المناسبةهو من أجل تعظيم قيمة الشركة في السوق المالي وبتالي تعظيم ثروة مالكي الشركة مع الحفاظ على درجة مقبولة من المخاطر وفي حال كان هنالك ضعف في هذه القرارات قد تؤدي الى خسارات للشركة مما يدفعها الى تراكم التكاليف غير الضرورية التي قد تودي بها الى الافلاس والتصفية التي تعمل على انهاء اعمال الشركة في السوق .(Jocelyn Martel ١٩٩٥) (حناوي و قرياقص ١٩٩٧).

مما تقدم يتضح لنا أن مفهوم هيكل التمويل يتكون من حقوق الملكية (وهي تعني الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة لتمويل المشروع) وتتألف مصادرها من الأسهم العادية ، والأرباح المحتجزة ، والاحتياطيات النقدية ، والأسهم الممتازة إن وجدت، وأموال مقترضة وهي ديون والتزامات مالية على الشركة تجاه مقرضيها و أموال يتم الحصول عليها من خلال الاقتراض ، وتتألف مصادرها من الائتمان التجاري ، والقروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل ، والسندات التي تصدرها الشركة .

٢- ٧هيكل التمويل المستهدف The Target Financial Structure :

"هيكل التمويل المستهدف يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المنشأة في التمويل ونسبة كل عنصر فيه ، على أن تسعى الإدارة جاهدة لتحقيق هذا الهيكل وعدم الانحراف عنه بقدر المستطاع. وفي اختيار المنشأة للهيكل المستهدف عليها أن توازن بين العائد والمخاطر الناجمين عنه، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر تمويل منخفضة التكلفة ، متوازنة مع العائد الناجم منهاوالمتمثل بزيادة الربحية ، والعكس صحيح. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يترتب على مثل هذا الهيكل تعظيم لقيمة المنشأة أي تعظيم ثروة الملاك.(هندي ،١٩٩٧)" .

٢-٨هيكل التمويل الأمثل : Optimal Financial Structure :

يقصد بهيكل التمويل الأمثل بأنه المزيج من التمويل الذي تحصل عليه المنشأة سواء أكان التمويل من حقوق الملكية أو التمويل من خلال الاقتراض الذي تكون فيه تكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، الذي يؤدي في حال نجحت المنشأة وحققت أرباح فأنها تؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لثروة المالكين، وتعظيم ثروة المالكين هو الهدف الرئيسي التي تسعى الإدارة إلى تحقيقه (العامري ،٢٠١٠) .

في مجال التمويل، ومن المعروف جيدا أن عوائد الأسهم تقاس من خلال الفرق في القيمة السوقية للسهم (الارباح الرأسمالية للسهم) وهي عبارة عن الفرق ما بين سعر بيع السهم وسعر شراءه . لذلك فان هذا المبدأ الذي يرغب المستثمرون به ان يكون الخط العريض للإدارة المالية عند المفاضلة ما بين الخيارات الاستثمارية المتاحة وكيفية تغطية هذه الاحتياجات الاستثمارية حيث في البدايات المبكرة قدم كل من الباحثينMODIGLIANI-MILLER (١٩٥٨) نموذجهم الأول عن هيكل رأس المال الشركةالذي يفترض أن القيمة السوقية للشركة مستقلة حيث تم بناء البحث على فرضيات تم نقضها فيما بعد والتي تشمل عدم وجود ضرائب وعدم وجود تكاليف المعاملات وعدم وجود تكاليف للإفلاس، والتي تسمى اقتراح عدم جواز الاحتجاج. ومع ذلك، MODIGLIANI-MILLER(١٩٦١) قدم نموذج اخر كمعيار

للمرحلة المثالية من هيكل رأس المال يبين نموذج لعلاقة إيجابية بين قيمـة الـشركة ونفوذهـا بسبب الدرع الضريبية لتاثيرالديون. اما الابحاث التي كانـت تنـاقض بحـث M&Mوهـي مثل(1976) Scott و Chen and Kim (1979) و Robichek and Myers ١٩٦٦ و Kraus and Litzenberge 1973والتي تظهر آثار لتكاليف الإفلاس وفائدة مدفوعات الخصم الضريبي على هيكل رأس المال . هذه الأبحاث استنتجت أن هيكل رأس مال شركةسوف يؤثر على قيمة الشركة. ولذلك، فإن الـشركات التـي تـسعى إلـى تحقيـق أقـصى قـدر مـن القيمة، مما ينعكس على قيمة الأوراق المالية،فإن اختيار هيكل رأس المال الأمثل يتكون من كل من الديون وحقوق الملكية ،Ross١٩٧٧ ، وقد أظهرت (1984) Myers and Majluf، John (1987)بأنهتحت المعلومات غير المتماثلة، قد تفضل الشركات التمويل عن طريق الديون اكثر من رغبتها بتمويل احتياجاتها عن طريق الاسهم وهذا قد يؤدي لإجراء تغييرات معينـة فـي هيكل رأس مالها من أجل إرسال إشارات معينة إلى المـستثمرين ، وقـد أظهـرت دراسـات أخرى،الصلة والعلاقة بين هيكل رأس المال وعوائد الأسـهم مثـل Boness, Chen and Masulis (1980) McConnell and Greenwood و Jatusipitak (1974) (1977KIM)بأنها علاقات هامة بين التغيـرات فـي الرافعةالماليـة ((Financial leverage والتغيرات بأسعار الاسهم.

حيث تعتبر نظرية (M & M) Modigliani and Miller هي حجر الزاوية في تمويل الشركات الحديثة ، ونظريته كانت قائمه على مجموعه من الفرضيات التي تظهر بان القرارات المالية للشركة لا تؤثر على قيمتها حيث شرح نظرية على النحو التالي:

بوجود أسواق جيدة الأداء والضرائب محايدة ومستثمرين عقلانيين فإن القيمة السوقية للشركة تعتمد فقط على تيار الدخل المتولد من أصولها، مع عدم وجود تكاليف عمليات (سواء أكانت عمولة وساطة لكلا عمليات البيع والشراء وايضا فإن الشركة تعمل على اصدار الاسهم الجديدة بدون تكلفة تضاف الى سعر السهم) ومع ثبات سعر الفائدة بالنسبة للاقتراض او الاقراض وكذلك جميع المعلومات متاحة لكل المستثمرين بنفس المستوى (Symmetrical Information)) ويترتب على ذلك على وجه الخصوص أنه يجب أن لا تتأثر قيمة الشركة بحصة الديون في بياناتها المالية وسوف يتم تقييم الشركة بناء على ارباحها أوعن طريق العوائد.

٢-٩ نظرية الاشارة المالية (Signalling theory)

يمكن فهم معنى النظرية من اسمها اي الاشارة وهي مشتقة من الفعل أشار ،مما يشير للدلالة على شيء وبتطبيق النظرية على السوق المالي والاحداث التي تتم بداخله فإن اي معاملة على الاطلاق لابد لها من وجود اشارات تنتقل ما بين الجمهور والتي تنتقل من المرسل (

البائع) الى المستقبل (المشتري) بحيث يكون هنالك عدم تماثل في استقبال هذه الاشارات وذلـك لعدم تماثل المعلومات المتاحة لكلاهما في نفس الوقت فبائع الاسهم مثلا من وجهـة نظـره ان سعر السهم لن يرتفع اكثر من ذلك ضمن المعلومات المتاحة لديه بينما المشتري عند اقدامه على شراء نفس السهم فانه يكون متأكد من قدرة السهم على الارتفاع وذلك ايضا ضمن المعلومـات المتاحة لديه وهذا ما يسمى بنظريـة عـدم تماثـل او تجـانس البيانـات (Asymmetrical Information) ما بين الجمهور وهي اساس التبادل التجاري من شراء وبيع ما بين الجمهور (شوقيبورقبة)حيث تحاول نظرية الاشارة تفسير المشاكل التي تنشأ بسبب وجود عدم تماثـل للمعلومات ما بين الجمهور في السوق. تواجد مثل هذه المعلومات الغيـر متماثلـه أو الغيـر متناسقة هو عباره عن حاله يكون فيها الطرف معين على دراية أكثر بأعمالها و خصائصها من الطرف أو الفريق الاخر(Besanko and Breautigam, 2002) كما اشار(Perloff, 2001) بان البائع على علم بالنوعية الحقيقية للسلعة أو المنتج بينما المشتري لا يعلـم . فـي حـال كانالمشتري على غير دراية بنوعية السلعة التي يرغب بشرائها قد يحـاول بعـض البـائعين استغلال هذا الأمر و بيع سلعذات نوعية منخفضة بسعر ينطبق على سلع ذات نوعيات أفـضل من تلك ومع ذلك، و مع وجود فرصة لشراء سلعه ذات جودة منخفضة بسعر عالي، قد يرفض المشترون شراء منتجات أو سلع جودتها غير معروفه لهم. نتيجة لذلك، البائعون الـذينينتجون

سلع ذات جودة عالية قد لا يستطيعون بيع منتجاتهم بسعر عالي أو حتـى قريـب مـن سـعر التكلفة.السوق المخصص للمنتجات ذات النوعية أو الجوده العالية يتم تقليصه أو إزالته إذا قـام المشترون بتحديد نوعية المنتج المراد شراءه باسلوب غير مكلـف أو أن يكونـوا علـى علـم بالاسعار التي تفرضها مختلف الشركات (**Varian, 2003**)

قام بتطوير نظرية الاشـارة فـي علـم الاقتـصاد كـلا مـن (Akerlof ١٩٧٠، Spence١٩٧٣، Spence1976b، Rily ١٩٧٥) للتعامل مع المـشاكل التـي يكـون فيهـا المشترين على غير دراية كاملة بنوعية المنتجات أو الخدمات المطروحة في الاسواق،حيثتواجد أو انتشار المعلومات الغير متماثله و التي لا تعكس حقيقة نوعية المنتجات في الاسواق ينتج عنه ، بائعوا المنتجات ذات النوعية العاليه قد يضطروا لسحب منتجاتهم من السوق لانهم يواجهـون مشكلة تمييز منتجاتهم عن ذات النوعية المنخفضة. (Spence, 1976b).

أكرلوف(1970) Akerlofيبين كيفة انهيار الاسواق عندما لا يكون باستطاعة المشترين المحتملين التأكد من نوعية السلعة المراد شرائها، حيث أنه يحلل مشكلة الـ "**lemon**" و التي يكون فيها البائعين و المشترين للسيارات المستعملة لديهم معلومات مختلفة عن نوعية السيارات المعروضة للبيع. بائع السيارة لديه معلومات أكثر عن نوعية و جودة السيارة مـن المـشتري، حيث أن المشتري لا يمكن له ملاحظة جودة السيارة، و بهذه الحالة، على المشتري أن يخمـن

قيمة السيارة التي يرغب بشرائها، و سيقبل المشتري بدفع القيمة المتوقع للسيارة و هي أقل من السعر الذي يحدده البائع للسيارة الجيدة.

عندما يحاول البائع بيع سيارة ذات جودة سيئة فهو يؤثر على إدراك المشتري لـسيارات ذات النوعيات المتوسطة في السوق، و هذا يؤدي إلى انخفاض السعر الذي يكـون المـشترين مستعدين لدفعه للسيارة ذات الجودة المتوسطة. مشكلة الـ **lemon** هي مثال على مشكلة الانتقاء المعاكس، حيث أن مشكلة الانتقاء المعاكس تمثل فكرة أن اختيار البضائع المعروضة بالـسوق يتم تحديده بطريقة معاكسة لمصالح الطرف الأول أو لمصالح الطـرفين **(Milgrom and Robert, 1992)** في الأصل هو عبارة عن مصطلح خاص بالتأمين مشيرا الى فكرة أن إنتقاء الناس الذين يشترون بوليصة التأمين أو يشتركون بالتأمين هم ليسوا عينة عشوائية من السكان، لكنهم مجموعة من الناس لهم معلومات شخصية عن أوضاعهم الخاصة مما يجعلهم من المرجح حصولهم على مطالبات أعلى من المعـدل المتوقـع لبوليـصة التـأمين **(Milgrom and Robert, 1992)**.

بينما **Varian (2003: 674)** حدد مشكلة الإنتقاء المعاكس بأنها الحالة التي لا يستطيع فيها الطرف الأول من السوق ملاحظة نوعية البضائع لدى الطرف الاخر من السوق، و لهذا السبب يتم تسميتها أحيانا بمشكلة المعلومات المخفية.

على الرغم من أن نظرية الإشارة تم تطويريها ضمن مفهوم سوق بضائع المستهلك، فإن المفهوم يمكن تطبيقه على أي سوق يتميز بوجود عدم تماثل للمعلومات. و بالتأكيد فإن منطق مماثل يمكن تطبيقه على سوق رأس المال حيث تتنافس الشركات على الموارد المالية الشحيحة و حيث يكون هناك شك بقيمة الشركة بسبب المعلومات المتوفرة للمشاركين بالسوق بالمقارنة مع المعلومات التي لدى إدارة الشركة.

الإدارة تمتلك بعض المعلومات و التي تعتبر ثمينة لكن غير متوفرة للسوق (**Barnea*et al.*, 1981**)، و بالتالي فإن نقص المعلومات الوافية لدى المستثمرين يؤدي إلى صعوبة التفرقة بين الشركات الناجحة و غير الناجحة، و لهذا يتم معاملة جميع الشركات بنفس المعيار و تسعيرها ضمن المعدل المتوسط.

إن تطبيق ما ذكر سابقا على توضيح الفرق في السعر بين الموارد المالية الداخلية و الخارجية يتم بالعادة تفسيره على أنه دليل على أنه هناك علاوة استثنائية على الموارد المالية الخارجية و تنتج عن مشاكل عدم تماثل المعلومات في السوق. و تباعا لهذا التفسير، فإن العلاقة بين السيولة و الاستثمار هي بالعادة نتيجة لقلة الاستثمار (**Hadlock, 1998**)، حيث تقوم الشركات برفض بعض المشاريع بسبب تضخم كلفة الموارد المالية الخارجية.

Myers (1984), Myers and Majluf (1984) and Greenwald, Stiglitz, and Weiss (1984) قاموا بتقديم أساس لعيوب السوق من خلال الانجذاب و معرفة التعامل مع مشاكل عدم تماثل المعلومات ضمن اسواق رأس المال.

من خلال ما ذكر سابقا فانه يتبينوجود فكرتان اساسيتان تعتمد عليهما النظرية وهما:ـــ

أ – ان نفس المعلومة لا يمتلكها كل الاطراف بنفس الوقت .

ب – ان توفرت المعلومة لدى جميع الاطراف ، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة .

٢-١٠ سياسات توزيع الارباح (Dividends Policies) :

في الوضع الطبيعي أن اي مشروع عامل الهدف الرئيسي لإنشائه هو تحقيق الارباح وتبعا لذلك فان الشركات التي تعمل على توزيع نسبة ارباح عالية تعمل على بعث اشارة قوية للسوق بمدى كفاءة الادارة في اختيار المشاريع الناجحة والتي تعمل على زيادة الارباح والتي قد يعتمد الكثير من المستثمرين في الشركة على تقييم سعر السهم للشركة من خلال حجم هذه الاموال الموزعة ، حيث أن هنالك عدة طرق يمكن من خلالها تقسيم سياسة توزيع الارباح واحدى هذه الطرق هي بناء على مدى ثبات واستقرار قيمة الارباح الموزعة :

١- سياسة التوزيع المستقرة (Stable Dividends Policy):

حيث تلجأ الكثير من شركات الاعمال الى الاعتماد على سياسة توزيع للأرباح بمقدار ثابت لكل سهم ولذلك فان اي تغيرات في مقدار أرباح الشركة سواء بالارتفاع او بالانخفاض فإنه لا يؤثر على مقدار الربح الموزع على كل سهم ، ان هذه السياسة تضمن توزيع ارباح بنمط منتظم ومستقر . (الزبيدي ، ٢٠٠٨).

٢- سياسة توزيع ارباح عادية منتظمة مضافا اليها ارباح غير عادية اخر السنة (Changing Dividends Policy):

وتعمل الشركات على استخدام مثل هذه السياسة في حال كانت الارباح السنوية للشركات متذبذبة وغير مستقرة تعمل الشركة على توزيع ارباح بمقدار منخفض بشكل ثابت ومستقر وفي حال تحقيق ارباح مرتفعة تعمل على اعادة توزيع ارباح على شكل علاوة اضافية للتوزيع.

٣- سياسة توزيع نسبة ثابتة من صافي الربح بعد الضرائب:

وفق هذا الاجراء فان الادارة المالية تسعى الى تحديد نسبة نقدية ثابتة (Pay out ratio) يتم توزيعها سنويا من الارباح المتحققة وكما يلاحظ من هذا الاجراء ان مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفقا للتغير في مقدار الارباح المتحققة. (الزبيدي ٢٠٠٨).

٤-سياسة عدم توزيع ارباح في المدى القريب (No Dividends Policy)

وهي السياسة التي تتبعها ادارة الشركة في حال كانت هنالك حاجـات ماليـة لتمويـل المشاريع الجديدة او التوسع في المشاريع القائمة ولا ترغب في الحصول على هذه الاحتياجات المالية من خلال المصادر الخارجية .

الفصل الثالث: الدراسات السابقة

٣-١ : مقدمة

٣-٢:الدراسات السابقة

٣-٣: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

٣-١ المقدمة

يعتبر تمويل المشاريع وتركيبة هيكل راس المال الذي تعمل به الشركة من الامور الهامة التي تلقى الاهتمام الاكبر من قبل المالكيين لدورها في تعظيم قيمة الشركة في السوق المالي وهذا بدوره يؤدي الى تعظيم ثروة المالكين وقد حاولت العديد من نظريات هيكل راس المال تفسير العلاقة بين هيكل راس المال وقيمة الشركة في السوق المالي كما قام بعض الباحثين والدارسين بإجراء الدراسات العملية لاختبار هذه النظريات ومدى توافقها مع سلوك الادارة المالية للشركات المدرجة في اسواق راس المال وتلك الأهمية تأتت من خلال نظريات هيكل رأس المال للمنشأة وعلاقة ذلك بقيمة الشركة ، وذلك متأتي من خلال مكونات هيكل رأس مال الشركة.

نظرا لأهمية الموضوع قامت العديد من الدراسات التي ربطت ما بين هيكل التمويل وقيمة الشركة وأخرى تطرقت إلى قدرة الشركة التشغيلية على خلق الأرباح ، لكن هناك ندرة في الدراسات التي تطرقت وتناولت موضوع الاشارة المالية حسب علم الباحث ، والقسم الثاني يتناول موضوع ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة .

٣-٢ الدراسات السابقة:

دراسة (**بن نعمون ، حمادو الشريف ١٩٨٩**) تناولت موضوع سياسة توزيع الارباح واثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الاردنية المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي هدفت الدراسة الكشف عن امكانية وجود علاقة محتملة بين سياسة توزيع الارباح وسعر السهم في الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي ما بين الاعوام (١٩٨٣- ١٩٨٧) وكانت اسئلة الدراسة

- هل هنالك علاقة ما بين سعر السهم عند الاغلاق من جهة ونصيب السهم من الارباح الموزعة والارباح المستبقاة من جهة اخرى ؟

- هل هذه علاقة قوية وذات دلالة احصائية ام لا ؟ وما هو اتجاهها ؟

- هل التغيرات الحاصلة في سعر السهم ناتجة بالدرجة الاولى عن التغيرات في نصيب السهم من الارباح الموزعة ام عن التغيرات في نصيب السهم من الارباح المستبقاة ؟

اما فرضيات الدراسة فكانت هل ان سياسة توزيع الارباح لها تأثير مباشر وقوي على سعر السهم في السوق في الشركات الصناعية الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي وان هذه العلاقة طردية اي كلما زاد نصيب السهم من الارباح المستبقاة والارباح الموزعة تؤثر على سعر السهم اكثر مما تؤثر الارباح المستبقاة وهذه الفرضية تستلزم القول ان المستثمر الاردني

يعطي اهمية اكبر للأرباح الموزعة من الارباح المستبقاة ، كما وقامت الدراسة باستخدام متوسط سعر السهم للسنوات الخمسة كمتغير تابع وكلا من متوسط نصيب السهم من الارباح الموزعة ومتوسط نصيب السهم من الارباح المستبقاة كمتغير مستقل .

ولتحقيق اهداف الدراسة واختبار فرضياتها اعتمدت الدراسة على نوعين من البيانات الثانوية والبيانات الاولية باستخدام استبيانات وزع عدد منها على عينة من الشركات وعدد اخر منها تم توزيعه على المستثمرين في السوق المالي وتوصلت الدراسة من خلال تحليل البيانات المنشورة مع الاستبيانين ان عملية توزيع الارباح تؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية حيث دلت النتائج على وجود علاقة طردية وذات دلالة احصائية بين سياسة توزيع الارباح وسعر السهم كما توصلت الدراسة الى ان الارباح الموزعة تؤثر بمقدار اكبر على سعر السهم مما تؤثر فيه الارباح المستبقاة .

اما دراسة (**بني سعيد ٢٠٠٤**) فقد تناولت اثر سياسات توزيع الارباح على القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (١٩٩٣- ٢٠٠٢) على مستوى الاقتصاد ككل (جميع قطاعات الاقتصاد الوطني والمحور الثاني على مستوى كل قطاع على حده وذلك بهدف التعرف على طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الارباح والقيمة السوقية للسهم ومدى تأثير تلك العلاقة باختلاف القطاع الاقتصاد قيد الدراسة .

كما هدفت هذه الدراسة الى توضيح طبيعة واثر العلاقة ما بين سياسة توزيع الارباح المتبقية للمساهمين في الشركات المساهمة الاردنية وبين قيمتها السوقية وقد استعان الباحث بنموذج قياسي لتفسير التغيرات التي تحتها سياسات توزيع الارباح وقد تم فحص النموذج المستخدم من خلال عينة مكونة من ٤٣ شركة تمثل جميع القطاعات الاقتصادية وتلى ذلك اخضاع النموذج للتحليل الاحصائي تضمن اسلوب تحليل الانحدار المتدرج الذي تناول معالجة العينة كمجموعة واحده ثم قام بالمعالجة لكل قطاع على حده

توصلت الدراسة الى اهمية السياسة المتبعة في الشركات المساهمة الاردنية فيما يتعلق بتوزيع الارباح والتي تنطوي على كل من عائد السهم وتركيبة راس المال عند فحص النموذج على مستوى جميع القطاعات وكذلك عند اخذ قطاع البنوك وشركات التامين بشكل مستقل ، اما النتائج التي تم الحصول عليها على مستوى قطاع الصناعة فقد تبين ان عائد السهم هو العامل المؤثر الوحيد على القيمة السوقية للسهم .

خلافا لما عليه الدراسات السابقة فقد جاءت **دراسة (الاغا٢٠٠٥)** لبيان تأثير التمويل عن طريق الدين وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار ،باستخدام عينة من ١٥ شركة مساهمة عامة في فلسطين خلال الفترة ١٩٩٩ – ٢٠٠٣.

واعتمدا على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية للشركات عينة الدراسة .

ثبتمن نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، ووجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، وعدم وجود علاقة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

بينما هدفت دراسة (المومني، ٢٠٠٦) إلى اختبار تأثير التغير في هيكل رأس مال الشركات على قيمة الشركات الأردنية عند مستويات مختلفة من المخاطر النظامية، تكونت عينة الدراسة من ٧٠ شركة غير مالية مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٤ ، تم تقسيم عينة الدراسة إلى ثلاثة مجموعات فرعية : شركات مرتفعة، ومتوسطة ، ومنخفضة المخاطرة (بيتا) ،وباستخدام نموذج المربعات الصغرى لتحليل البيانات توصلت الدراسة إلى أن التغير في هيكل رأس مال الشركات ذا دلالة إحصائية سلبيه على التغير في القيمة السوقية للشركات عند المستويين المنخفض والمتوسط من المخاطر فقط .

(**القضاه، ٢٠٠٨**) اثر هيكل راس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية .

هدفت الى التعرف على مدى العلاقة بين اداء الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية مقاسا بعدد من نسب الربحية وبين بعض المؤشرات الهيكلية لراس مال الشركة مثل حجم

الشركة وهيكل ملكيتها ومعدل المديونية ونسبة السيولة ودرجة نضجها لقد تم تقدير معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) باستخدام بيانات ٦٧ شركة ٢٠٠٠-٢٠٠٦ واشارت نتائج الدراسة الى ان معدل ربحية الشركة معتمد على هيكل راس المال وان هنالك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين معدل الربحية وحجم الشركة ، كما وهنالك علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين معدل الربحية وحجم الشركة وان هنلك علاقة ذات دلالة احصائية ما بين معدل الربحية ودرجة نضج الشركة وان معدل ربحية الشركة للسنة الحالية يعتمد على معدل الربحية للسنة السابقة مما يعكس استقرارا نسبيا في ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية بشكل عام واوصت الدراسة بأن تقوم الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية بالافصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية بشكل ادق وان تتقيد بالاستثمار في الغايات الرئيسية التي رخصت من أجلها .

أما دراسة (**Graham et al 1999**) تناولت هذه الدراسة مدى استجابة السوق للتغيرات في هيكل رأس مال الشركات ، حيث تناولت هذه الدراسة الاصدارت من الأسهم للشركات المقدونية وبيان مدى التغيرات والتفاعل الذي يحدث على السوق في حال قيام الشركات بإصدار أسهم جديدة لتقاعد الديون .

وتكونت عينة الدراسة أكثر من ٢٠٠ سهم للمقايضة بالديون خلال الفترة من منتصف ١٩٨١ الى منتصف ١٩٨٤ ، وتوصلت هذه الدراسة الى انه هناك استجابة لـرد فعـل السوق مـع إصدارات الأسهم التي تم إصدارها وكانت ردة الفعل متناسقة مع الإشارة المالية .

اتت دراسة **Kaifeng** عام ٢٠٠٢ لاعادة دراسة تأثير الديون على قيمة الشركة وقد تم إجراء هذه الدراسة لجميع الشركات المدرجة في بورصة هولندا، وعينة الدراسة تكونت مـن جميع الشركات المدرجة باستثناء الشركات المالية وقامت الدراسة بإجراء مسح لعينة على ٢٠٣ شركة مدرجة في بورصة هولندا وذلك حتى نهاية شهر اذار ولكن لم تنجح جميـع الـشركات بالاختبار، حيث وجد ان ١٧٦ شركة نتيجة لهذه الدراسة وتم استخدام نموذج الانحدار المتعـدد لاختبار فرضيات الدراسة، وذلك في الشركات ذات النمو المنخفض كعينـة فرعيـة لدراسـة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة بانها إيجابية وهامة في حين أنه في الشركات ذات النمو المرتفع وكعينة فرعية ايضا وجد ان العلاقة ايجابية لكنها ضئيلة.

اما دراسة **(Loof، 2003)** فقد تناولت دراسة موضوع مقارنة بين محـددات هيكـل التمويل الأمثل بين دول مختلفة ، تم إجراء هذه الدراسة في كل من الولايات المتحدة الأمريكية (٤٨٣ شركة خلال الفترة من ١٩٨٩-١٩٩٦) ، المملكة المتحدة (١٢٢ شركة خلال الفترة من ١٩٩٠ – ١٩٩٦) والسويد (١٧ شركة في الفترة من ١٩٩١ – ١٩٩٨) اهتمت هذه الدراسـة

ببيان أهمية رأس المال مقارنة بالانظمه المالية المتبعة في دول عينة الدراسة ،وتبين من خلال الدراسة أن هناك فروقات بين الشركات في تكلفة رأس المال ، وان هناك ارتباط بين هيكل رأس المال وقرارات الاستثمار ،كما تبين انه هناك فروقات كبيرة وغير متوقعة بين الدول عينة الدراسة من حيث هيكل رأس المال الأمثل ،و تبين أيضا انه هناك اختلاف في الرافعة المالية بين الدول محل الدراسة في شقي هيكل التمويل ، وكما لوحظ أن الشركات التي تعتمد في تمويلها على حقوق الملكية تتسارع اكبر من الشركات التي تعتمد على الديون في تمويلها من حيث تحقيق رأس مال امثل.

وكذلك دراسة **Oraluck and Ariff** عام ٢٠٠٤ بالتحقيق في الآثار المترتبة على نسبية هيكل رأس المال وتأثيرها على قيمة الشركة، على عينة تتألف من ٦٣٩ شركة الملاحظات المأخوذة من الشركات المدرجة في البورصة الأسترالية (١٩٩١ -- ٢٠٠٣) ، واستخدمت نموذج تحليل الانحدار ومتوسط العائد التراكمي لمدة ثلاث أيام المستخرج من قبل شركة بيروكسيد (CAR) كمتغير تابع، ونتيجة لهذه الدراسة وجدت أن هناك تغير كبير في قيمة الشركة عندما يتغير هيكل رأس المال وتصل نسبة التغيير ١٠٪ – ٤٠٪ .

اما دراسة **Eldomiaty, Choi, Cheng** :

فقامت هذه الدراسة بدراسة تأثير التغير في هيكل رأس المال إلى القيمة السوقية للشركات في وجود مستويات مختلفة من المخاطر النظامية (العالية والمتوسطة والمنخفضة)، وأجري الاختبار على الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية خلال فترة ٧ سنوات ١٩٩٧-٢٠٠٣، وشملت عينة الدراسة ٩٩ شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية وكانت متغيرات الدراسة المستقلةفي هذه الدراسة هي حجم ونوع الشركة ،بينما كان المتغير التابع للدراسة هو القيمة السوقية للشركات.

واستخدمت الدراسة نماذج الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة.

من خلال اختبار عينة الدراسة، وجدت الدراسة النتائج التالية:

١-٤- في شركات عالية المخاطر، تتأثر قيمة هذه الشركات في السوق الثانوي بالتغيرات الحاصلة في نسب نمو الشركة وسيولتها وفرص الاستثمار وتأثير الزمن.

٢-٤- في الشركات المتوسطة المخاطر، تتأثر قيمة الشركات في سوق الثانوي بالتغيرات في متوسط نسبة الدين والربحية والسيولة وأسعار الفائدة وتوقيت إصدار الأسهم.

٣-٤- في الشركات منخفضة المخاطر تتأثر القيمة السوقية بالمرونة المالية للشركة .

٤-٤- نتائج تحليل الحساسية تبين أنه هنالك محددات معينة تعمل على التأثير في هيكل رأس المال الذي يؤثر في القيمة السوقية للشركة ، هذه المحددات هي السيولة والربحية، وتوقيت إصدار الأسهم والمرونة المالية، حيث ان هذه العوامل التي ينبغي على المديرين الماليين أخذها في الاعتبار عند اتخاذ القرارات تمويل الديون، حيث ان متانة هذه العوامل تشير إلى إشارات مالية قوية، حيث ان هذه الإشارات تعمل على مساعدة الشركات في توليد المزيد من التمويل من عائدات سوق الأوراق المالية.

أما دراسة (Markopoulou&Papadopoulos، 2007) هدفت هذه الدراسة الى التحقق من نظريات هيكل رأس المال بشكل عام وخصوصا نظرية الإشارة المالية ، وذلك لتحقق من تطبيق نظرية الإشارة المالية على الشركات المدرجة في بورصة أثينا للأوراق المالية .

تكونت عينة الدراسة من الإصدارات الجديدة من الأسهم لزيادة رأس المال خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ الى عام ٢٠٠٦ .

توصلت نتائج الدراسة الى انه لا يوجد تأثير وتأكيد لنظرية الإشارة المالية على الأوراق المالية في بورصة أثينا ، حيث من بين ١٣ حالات زيادة في حقوق المساهمين وانخفاض العوائد بعد قرار الإصدار ، بينما كان هناك تباين في التأثير ل ٥ حالات ، حيث استخدمت هذه الدراسة التحليل على جزئين الجزء الأول كان دراسة أسعار الأسهم قبل ٣٠ يوما

وبعد ٣٠ يوما من إصدارها ، والجزء الثاني استخدمت الدراسة دراسة أسعار الأسهم قبل ١٤ يوما وبعد ١٤ يوما من الإصدار .

و أشارت الدراسة بان فترة الدراسة كانت خلال الأزمة المالية لذا قد لاتكــون النتــائج ممثله بشكل مطلق .

بينما تناولت دراسة **Yan**)؛(**2009** ردود واثار السوق نتيجة للتغيرات فــي هيكــل رأس المال للشركات ، تم جمع البيانات مــن **(The MoodysMergent Fixed Incom Securities Database)** .واشتملت عينة الدراسة على ١٠٠ سندات تحويل تم إصدارها في الفترة من ١٩٩٠ الى ٢٠٠٧ .

توصلت هذه الدراسة الى انه هناك اثر ايجابي وذو دلاله احصائيه على عائد الــشركات "عوائد غير طبيعية" خلال ٣٠ الى ٢٠٠ يوم من تاريخ الإصدار .

بينما دراسة Markopoulou.K. Maria عام ٢٠٠٩ هيكل راس المــال ونظريـــة الاشارة المالية حالة تطبيقية على البورصة اليونانية .

هدفت هذه الدراسة الى استعراض نظريات هيكل راس المال ، وخصوصا نظرية الاشارة المالية وما اذا كانت النظرية فاعلة في سوق اثينا للأوراق المالية ، وقد اشتملت الدراسة علـــى

١٣ شركة مدرجة في سوق اثينا خلال الفترة ٢٠٠٤ -٢٠٠٦و جاءت هذه الدراسة من اجل دراسة تحركات الاسهم قبل وبعد عمليات الاصدار التي تمت للعينة خلال فترة الدراسة ، ولكن نتائج التحليل لم تؤكد نظرية الاشارة خلال فترة الدراسة في سوق اثينا للأوراق المالية حيث استجابة فقط شركتين للنظرية حيث لوحظ انخفاض في اسعار الاسهم في السوق بعد التوسع وهما شركة FORTHNETوشركة LAZARIDI وكما لوحظ الارتفاع في التباين لخمس شركات اخرى .

وكذلك دراسة**Chowdhury**عام ٢٠١٠ هدفت الدراسة إلى بيان أثر هيكل رأس المال للشركات المدرجة في البورصة في دكا في بنغلادش والى معرفة تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة في سياق اقتصاد بنغلاديش ومن أجل تحقيق هدف هذه الورقة التي جمعت البيانات الثانوية من الشركات المسجلة في البورصة التي يتم تداولها في بورصة داكا (DSE) (Dhaka Stock Exchange) وبورصة شيتاجونج (CSE) (Chittagong Stock Exchange) ، واستخدام بعض الأدوات الإحصائية لتحليل جميع المعلومات المالية، لمعرفة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة في بنغلاديش فإن هذه الدراسة اعتبرت سعر السهم وكيلا للقيمة ونسب مختلفة لقرار هيكل رأس المال. نتيجة هذه الورقة تشير إلى أن تعظيم ثروة المساهمين يتطلب مزيجا مثاليا من الديون والأسهم، في حين أن تكلفة رأس المال لديها علاقة سلبية في هذا

القرار، ويجب أن يكون الحد الأدنى قدر الإمكان. ويعتبر أيضا أن هذا من خلال تغيير التركيبة لهيكل رأس مال الشركة يمكن أن يزيد قيمتها في السوق. ومع ذلك، فإن هذا يمكـن أن يكـون ضمنا سياسة هامة لمديري الشؤون المالية، لأنها يمكن أن تستخدم الدين لتـشكيل هيكـل رأس المال الأمثل لتعظيم ثروة المساهمين واشتملت الدراسة ٧٧ شركة من مختلف القطاعات الأربعة من سوق رأس المال في بنغلاديش، مثل شركات المستحضرات الصيدلانية والمواد الكيميائيـة وقطاع الوقود والطاقة وقطاع المواد الغذائية، والصناعات الهندسية. خلال الفتـرة مـن ١ /١/ ١٩٩٤ إلى ٣١ /١٢/ ٢٠٠٣. وتستند هذه الورقة على تحليل البيانات المنشورة من الـشركات عينة الدراسة المدرجة في السوق الثانوي في البلد (Dhaka and Chittagong) مـن أصـل ١٥٧ شركة مدرجة غير المالية، خلال الفترة ١٩٩٩ – ٢٠٠٣

جدول رقم (٢) ملخص الدراسات السابقة

اسم الناشر	عنوان الدراسة	مكان الدراسة	نتائج الدراسة
١- Graham et al 1999	مدى استجابة السوق للتغيرات في هيكل رأس مال الشركات		هناك استجابة لرد فعل السوق مع إصدارات الأسهم التي تم إصدارها وكانت ردة الفعل متناسقة مع الإشارة المالية
٢- Kaifeng 2002	دراسة لتأثير الديون على قيمة الشركة	هولندا	هنالك العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة بانها إيجابية وهامة في حين أنه في الشركات ذات النمو المرتفع وكعينة فرعية ايضا وجد ان العلاقة ايجابية لكنها ضئيلة
٣- Eldomiaty, Choi, Cheng (٢٠٠٣)	تأثير التغير في هيكل رأس المال إلى القيمة السوقية للشركات في وجود مستويات مختلفة من المخاطر النظامية (العالية والمتوسطة والمنخفضة)	مصر	من خلال اختبار عينة الدراسة، وجدت الدراسة النتائج التالية: في شركات عالية المخاطر، تتأثر قيمة الشركات في سوق بالتغيرات نسب النمو، والسيولة، وفرص الاستثمار وتأثير الزمن بينما في الشركات المتوسطة المخاطر، تتأثر قيمة الشركات في سوق بالتغيرات في متوسط نسبة الدين والربحية والسيولة وأسعار الفائدة وتوقيت إصدار الأسهم اما في الشركات

			منخفضة المخاطر تتأثر القيمة السوقية بالمرونة المالية للشركة .
Loof2003-٤	محددات هيكل راس المال الامثل	الولايات المتحدة الأمريكية	وجود فروقات في تكلفة راس المال ، ووجود علاقة ايجابية بين هيكل راس المال والقرار الاستثماري
٥- Oraluck and Ariff2004 :	التحقيق في الآثار المترتبة على نسبية هيكل رأس المال وتأثيرها على قيمة الشركة	استراليا	نتيجة لهذه الدراسة وجدت أن هناك تغير كبير في قيمة الشركة عندما يتغير هيكل رأس المال وتصل نسبة التغيير ١٠٪ - ٤٠٪.
٦-(Yan)، 2009	ردود واثار السوق نتيجة للتغيرات في هيكل رأس المال للشركات	الولايات الامريكية المتحده	توصلت هذه الدراسة الى انه هناك اثر ايجابي وذو دلاله احصائيه على عائد الشركات
٧- Markopoulou kMaria ٢٠٠٩	نظرية هيكل راس المال	اثينا	نتائج التحليل لم تؤكد نظرية الاشارة خلال فترة الدراسة في سوق اثينا للأوراق المالية

٨- Chowdhury (2010) :	أثر هيكل رأس المال للشركات المدرجة في البورصة في دكا في بنغلادش	بنغلادش	كما اشارت نتائج الدراسة إلى أن تعظيم ثروة المساهمين يتطلب مزيجا مثاليا من الديون والأسهم، في حين أن تكلفة رأس المال لديها وجود علاقة سلبية في هذا القرار، ويجب أن يكون الحد الأدنى كما قدر الإمكان. ويعتبر أيضا أن هذا من خلال تغيير التركيبة لهيكل رأس مال الشركة يمكن أن يزيد قيمتها في السوق.
٩-بن نعمون ، حمادو الشريف ١٩٨٩)	سياسة توزيع الارباح واثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية الاردنية المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي .	الأردن	واظهرت نتائج الدراسة ان عملية توزيع الارباح تؤثر على سعر السهم بصورة مباشرة وقوية وان هذه العلاقة ذات دلالة احصائية وكذلك تبين ان العلاقة بين سياسة توزيع الارباح وسعر السهم علاقة طردية وكذلك وجد ايضا ان الارباح الموزعة تؤثر بمقدار اكبر على سعر السهم مما تؤثر فيه الارباح المستبقاة .
١٠- (بني سعيد، فادي غازي ٢٠٠٤)	اثر سياسات توزيع الارباح على القيمة السوقية لاسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (١٩٩٣- ٢٠٠٢) .	الاردن	وقد كانت نتائج الدراسة على نحو يشير الى اهمية السياسة المتبعة في الشركات المساهمة الاردنية فيما يتعلق بتوزيع الارباح

١١- (القضاة، مصطفى عبد الله ٢٠٠٨)	اثر هيكل راس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية	الاردن	واشارت نتائج الدراسة الى ان معدل ربحية الشركة معتمد على هيكل راس المال وان هنالك علاقة ايجابية بين معدل الربحية وحجم الشركة ، كما وهنالك علاقة ايجابية بين معدل الربحية وحجم الشركة وان هنالك علاقة إيجابية ما بين معدل الربحية ودرجة نضج الشركة وان معدل الربحية الشركة للسنة الحالية يعتمد على معدل الربحية للسنة السابقة مما يعكس استقرارا نسبيا في ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الاردنية بشكل عام
١٢-الاغـــــــــا ٢٠٠٥	اثـــر الرافعـــة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار	فلسطين	وجود علاقة سلبية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملتكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، و الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار
١٣-المـــــسومني ٢٠٠٦	اثر التغير في هيكل رأس المال على قيمة الشركة عند مستويات مختلفة من المخاطر	الأردن	وجود علاقة سلبيه على التغير في القيمة السوقية للشركات عند المستويين المنخفض والمتوسط من المخاطر فقط

٣-٣ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

من خلال ما تقدم لوحظ أن الدراسات السابقة المقدمة في هذا الفصل أوضحت أن معظم الدراسات بحثت في اثر هيكل التمويل على الاستثمار من جانب أو على قيمة الشركة من جانب أخر، ولكن العدد القليل منها بحثت في اثر نظرية الاشارة المالية الناتجة في هيكل التمويل على القرار الاستثماري أو على قيمة الشركة ، وهنا تأتي أهمية هذه الدراسة كمكمل للدراسات السابقة ، وعلى حسب علم الباحث فإنها الاحدث على مستوى الوطن العربي عامة والأردن خاصة ،**ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هي أنها :**

١- تعتبر هذه الدراسة من أوائل الدراساتالتطبيقية لموضوع الاشارة المالية وبيان مدى استجابة اسعار الاسهم للشركات الصناعية في الدول النامية والأسواق الناشئة التي ظهرت مؤخراً كسوق عمان المالي حسب علم الباحث.

٢- تعتبر هذه الدراسة أوائل الدراساتالتطبيقية لتأثير نظرية الاشارة المالية على اسعار اسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٠ حسب علم الباحث .

الفصل الرابع: منهجية الدراسة ونتائج تحليل البيانات

٤-١ مقدمة .

٤-٢ مجتمع وعينة الدراسة .

٤-٣ مصادر جمع البيانات.

٤-٤ اختبارات وأداة الدراسة .

٤-٥ فرضيات الدراسة .

٤-٦نتائج تحليل بياناتالدراسة.

٤-٦-١ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة .

٤-٦-٢ نتائج تحليل نماذج الدراسة.

٤-٦-٣ الخاتمة .

منهجية الدراسة ونتائج تحليل البيانات

٤-١المقدمة :

تهدف هذه الرسالة الى استقصاء اثر نظرية الاشارة المالية على الرفع من كفاءة الاسواق المالية دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، ولتحقيق ذلك تناول هذا الفصل المنهجية المتبعة من وصف لمجتمع وعينة الدراسة وطرق جمع البيانات وتناول ايضا اداة الدراسة ونموذجها كما تناول ايضا عرضا لنتائج التحليل الوصفي ونتائج تقدير معدلات الانحدار

٤-٢ مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد بلغ عددها حتى نهاية عام ٢٠١٠ هو ٧٨ شركة موزعة على احد عشر قطاع، أما عينة الدراسة فقد شملت ١٩ شركة صناعية ومجموع عدد الاصدارات التي تمت على هذه الشركات هو ٦٢ اصدار جديد لهذه الشركات خلال فترة الدراسة،وذلك بعد استبعاد الشركات التي لم تتوفر بياناتها خلال فترة الدراسة التي تمتد (٢٠٠٣ - ٢٠١٠) أو التي تم شطبها أو إيقافها عن التداول فيالبورصة وقد تم اختيار قطاع الصناعة كونه يعتبر من احدى الركائز الاساسية في الاقتصاد الأردني الذي يستدعي المزيد من الدراسة والتحليل لتأثر نظرية

الاشارة على كفاءة الاسواق المالية كسوق عمان ، وقد تم استخدام المعايير التالية لتضمين الشركة في عينة الدراسة :

١ .أن تكون بيانات الشركة متوفرة خلال فترة الدراسة.

٢. أن لا يكون حدث في الشركة أي إندماجات خلال فترة الدراسة .

٣. أن تكون الشركة متداولة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

٤. اقتصرت الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

٤-٣ مصادر جمع البيانات ومنهجية الدراسة :

استخدمت الدراسة بيانات السلاسل الزمنية التي تم جمعها من خلال:

التقارير السنوية لشركات العينة و النشرة الاحصائية السنوية لبورصة عمان و النشرات الإحصائية الصادرة عن مركز ايداع الاوراق المالية ودراسات سابقة مرتبطة بهذه الدراسة، حيث تم جمع اسعار اغلاق اسهم جميع الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٠ وذلك في الايام التي حدث بها اصدارات جديدة للاسهم وكذلك اسعار اغلاق ذات الاسهم قبل عملية الاصدار بخمسة عشر يوما لمقارنتها باسعار اغلاق الاسهم بعد

خمسة عشر يوما من الاصدار ، وكذلك اسعار اغلاق الاسهم قبل ثلاثين يوما مــن الاصـــدار لمقارنتها باسعار الاسهم بعد الاصدار بثلاثين يوما .

٤-٤ اختبارات وأداة الدراسة :

كما تم إجراء اختباراتاخرى مثل t-testالقياس الأهمية الإحصائية لمعاملات التقدير لمتغيرات الدراسة اي للشركات التي قامت بعمليات توسع من خلال اصدار اسهم جديدة (حقوق ملكية) وذلك بالمقارنة ما بين النتائج اختبار t-testقبلالاصدار الجديد بعدة فترات الاولى خمسة عشر يوم قبل الاصدار وكذلك خمسة عشر يوم بعد والمقارنة الاخرى هي ثلاثون يوم قبل الاصدار وثلاثون يوم بعد الاصدار الجديد .

4-٥ فرضيات الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على الفرضية الرئيسيةالتالية:

هناك اثر ذو دلالة إحصائية لنظرية الاشارة المالية على كفاءة الاسواق المالية.

٤-٦ نتائج تحليل بيانات الدراسة:

ان عملية اختبار فرضيات الدراسة استلزم اجراء التحليلات الاحصائية المناسبة لذلك ، و تم ترتيب نتائج التحليل في جداول حيث أظهر كل جدول جزئية من التحليل من اجــل تــسهيل عملية ملاحظة النتائج والتعليق عليها.

وتجدر الاشارة هنا الى ان الهدف الرئيسي للدراسة اظهار دور نظرية الإشارة المالية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية دراسة تطبيقية للشركات المدرجة في بورصة عمان.

٤-٦-١ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة :

من خلال الجدول ٤-١ سيتم استعراض الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للفترة من عام ٢٠٠٠- الى عام ٢٠١٠ والمتمثلة بالوسط الحسابي ، الانحراف المعياري ، وادنى واعلى قيمة للبيانات

الجدول رقم ٤ .١نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	Mean	Max	Min	Std.Dev
B30	3.456	12.51	0	2.438
B15	3.665	12.75	0	2.720
A15	3.263	15.72	0.32	2.638
A30	3.273	15.2	0.33	2.453

Observation (n) = 62

المصدر : من اعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج STATA

- B30 (Before 30): قبل ثلاثين يوم من الاصدار الجديد للاسهم
- (B15Before 15): قبل خمسة عشر يوما من الاصدار الجديد للاسهم
- A15 (After 15): بعد خمسة عشر يوما من الاصدار الجديد للاسهم
- A30 (After 30): بعد ثلاثين يوم من الاصدار الجديد للاسهم

من خلال الجدول أعلاه تبين لنا الآتي:

- بلغ متوسط قيمة المنشآت الصناعية محل الدراسة خلال الفترة من عام 2003إلى عام 2010ما نسبته 3.456 عند الفترة B30، وتفاوتت هذه النسبة بين أعلى قيمة بلغت ما نسبته ١٢,٥١ وأدنى قيمة بلغت ما نسبته ٠ ، وبانحراف معياري مقداره ٢,٤٣٨.
- بلغ متوسط قيمة المنشآت الصناعية محل الدراسة خلال الفترة من عام 2003إلى عام 2010ما نسبته 3.665 عند الفترة B15، وتفاوتت هذه النسبة بين أعلى قيمة بلغت ما نسبته 12.75 وأدنى قيمة بلغت ما نسبته ٠، وبانحراف معياري مقداره 2.720.
- بلغ متوسط قيمة المنشآت الصناعية محل الدراسة خلال الفترة من عام 2003إلى عام 2010ما نسبته 3.263 عند الفترة A15، وتفاوتت هذه النسبة بين أعلى قيمة بلغت ما نسبته 15.72 وأدنى قيمة بلغت ما نسبته 0.32، وبانحراف معياري مقداره 2.638.
- بلغ متوسط قيمة المنشآت الصناعية محل الدراسة خلال الفترة من عام 2003إلى عام 2010ما نسبته 3.273 عند الفترة A30، وتفاوتت هذه النسبة بين أعلى قيمة بلغت ما نسبته 15.2 وأدنى قيمة بلغت ما نسبته 0.33، وبانحراف معياري مقداره 2.453.

٤-٦-٢ نتائج تحليل نموذج الدراسة:

هذا الجزء يتناول نتائج تحليل واختبار البيانات:

جدول رقم ٤-٢ اثر نظرية الاشارة المالية على كفاءة السوق المالي خلال الفترة ما قبل وبعد الاصدار ب ١٥يوم .

Per	Cof.	Std.Err	t.test	Probability
B15	2.974	0.3455	2.253	0.0139
A15	2.593	0.335		
Observation(n)	62			

- Per (Period): فترة (مده زمنيه)
- B15 (Before 15): قبل ١٥ يوم من الاصدار الجديد للاسهم
- A15 (After 15): بعد ١٥ يوم من الاصدار الجديد للاسهم

المصدر : من اعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج STATA

من خلال الجدول السابق تبين وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التغير الحاصل في الاسعار قبل الاصدار وبعده بفترة ١٥ يوم وهذا يؤكد وجود اثر لنظرية الاشارة المالية للشركات المدرجة في بورصة عمان في الفترة القصيرة وهذا يتفق مع فرضية الدراسة التي

تنص على وجود علاقة ذات دلالة احصائية ما بين نظرية الاشارة المالية وكفاءة السوق المالي كما وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة الدراسة التي اجريت على سوق الاوراق المالية في اثينا

جدول رقم ٤-3 اثر نظرية الاشارة المالية على كفاءة السوق المالي خلال الفترة ما قبل وبعد الاصدار بثلاثين يوما .

Per	Cof	Std.Err	t.test	Probability
B30	2.836	0.3097	1.1269	0.1321
A30	2.649	0.3116		
Observation(n)	62			

- Per (Period): فترة (مده زمنية)
- B٣٠ (Before ٣٠): قبل ثلاثين يوما من الاصدار الجديد للاسهم
- A15 (After 15): بعد ثلاثين يوما من الاصدار الجديد للاسهم

المصدر : من اعداد الباحث بالاستعانة ببرنامج STATA

من خلال الجدول السابق تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين التغير الحاصل في الاسعار قبل الاصدار وبعده بثلاثين يوم وهذا يوكد على عدم وجود اثر لنظرية الاشارة المالية للشركات المدرجة في بورصة عمان وهذا لا يتفق مع فرضية الدراسة التي تنص على

وجود علاقة ذات دلالة احصائية ما بين نظرية الاشارة المالية وكفاءة السوق المالي كما وتتفق

هذه النتيجة مع نتيجة الدراسة التي اجريت على سوق الاوراق المالية في اثينا

النتائج والتوصيات

المقدمة :

في هذا الفصل من الدراسة سيتم التطرق إلى أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسةحيث هدفت هذه الدراسة إلى استقصاءاثر نظرية الاشارة المالية فيالرفعمنكفاءةالأسواقالماليةدراسة تطبيقية لبورصة عمان .وينقسم هذا الفصل إلى جزئيين: الجزء الأول يتطرق إلى أهم النتائج التي خلصت إليها الدراسة، في حين يتناول الجزء الثاني التوصيات المناسبة بحسب ما توصلت اليه النتائج.

النتائج :

بناءا على النتائج السابقة تخلص الدراسة إلى التوصيات التالية:

١-نتيجة لوجود اثر ذو دلالة احصائية **عند مستوى الدلالة α=٠,٠٥** بين التغير في اسعار الاسهم خلال فترة ما قبل وما بعد الاصدار بفترةخمسة عشر يوم مع الاخذ بعين الاعتبار التغيرات الطارئة التي قد تحدث في السوق نرى تفضيل المستثمرين بالاستثمار بالفترات القصيرة على الفترات الزمنية الطويلة .

٢-نتيجة لعدموجود اثر ذودلالة احصائية **عند مستوى الدلالة α=٠,٠٥** بين التغير في اسعار الاسهم خلال فترة ما قبل وما بعد الاصدار بفترةثلاثين يوم مع الاخذ بعين

الاعتبار التغيرات الطارئة التي قد تحدث في السوق في فترة زمنية اطول، حيث تظهر اثار الاشارة المالية في المدى القصير اكثر من المدى الطويل .

التوصيات:

١-لأن مخاطر التمويل تؤثر سلبا على قيمة الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، فمن الأفضل أن تقوم الشركات بإعادة النظر في هيكلها التمويلي ومصادر تمويلها واختيار هيكل التمويل الأمثل لتجنبها تلك المخاطر.

٢- لان حجم الشركة يؤثر ايجابيا على قيمتها المنشآت في سوق عمان المالي لذلك نوصي باعادة تطبيق الدراسة والاخذ بعين الاعتبار حجم الشركة لتكون النتائج اكثر دقة.

٣-بالنسبة للدارسين والباحثين في هذا المجال نوصي بإجراء هذه الدراسة وإدراج شركات القطاعات الأخرى ضمن عينة الدراسة واستخدام متغيرات أخرى لم يتم ذكرها في هذه الدراسة

الخاتمة :

من خلال ما تقدم ومن خلال النتائج التي تم التوصل اليها نجد ان هنالك تباين في نتائج الدراسة حيث انه عند اختبار الاشارة المالية على الفترة القصيرة (مقارنة التغير في اسعار الاسهم ما بين سعر السهم قبل خمسة عشر يوما من الاصدار ويوم الاصدار مع التغير في اسعار الاسهم ما بعد الاصدار بخمسة عشر يوما ويوم الاصدار) تبين ان هنالك اثر ذو دلالة احصائية عند مستوى الدلالة α=٠,٠٥ للتغير في اسعار الاسهم في بورصة عمان، بينما عند اختبار الاشارة المالية على الفترة الطويلة (مقارنة التغير في اسعار الاسهم ما بين سعر السهم قبل ثلاثين يوما من الاصدارويوم الاصدار مع التغير في اسعار الاسهم ما بعد الاصدار بثلاثين يوما ويوم الاصدار) تبين انه لا يوجد اثر ذو دلاله احصائية عند مستوى الدلالة α=٠,٠٥ للتغير في اسعار الاسهم في بورصة عمان ، كما واوصت الدراسة لاعادة اختبار نظرية الاشارة المالية على سوق عمان المالي بفترات اخرى وكذلك الاخد بعين الاعتبار حجم الشركة ومتغيرات اخرى لم تؤخذ بهذه الدراسة لتكون النتائج اكثر دقة .

المراجع :

المراجع باللغة العربية

الأغا ،بسام محمد " اثـر الرافعـة الماليـة وتكلفـة التمويـل علـى معـدل العائـد علـى الاسـتثمار : دراسـة تطبيقيـة علـى شـركات المـساهمة ألعامـه العاملـة بفلسطين " رسالة ماجستير ،الجامعة الإسلامية ، غزة :٢٠٠٥ .

حـداد ، فـايز سـليم ، الادارة الماليـة عـام ٢٠٠٩ دار الحامـد للنـشر والتوزيـع الاردن – عمان طبعة ٢ (ص ٢٦-٢٧)

الحنـاوي ، محمـد صـالح ، نهـال فريـد مـصطفى ، جـلال العبـد " **الإدارة الماليـة مدخل اتخاذ القرارات** " الدار الجامعية : ٢٠٠٤ .

حنـاوي وقريـاقص ، محمـد حنـاوي و رسـمية قريـاقص اساسـيات الادارة الماليـة والتمويل ١٩٩٧).

حنفـي ، عبـد الغفـار، البورصـات المكتـب العربـي الحـديث الطبعـة رقـم ١ (١٩٩٠) .

دائـره الابحـاث البنـك المركـزي عـدد خـاص بمناسـبه العيـد ٤٠ لتاسـيس البنـك المركزي

الزبيدي ، حمزه محمود ، الادارة المالية المتقدمة طبعة ٢ لسنة ٢٠٠٨

الشوا شرة ، فيصل محمود الاستثمار في بورصة الاوراق المالية الاسس النظرية والعملية طبعة ١ عام ٢٠٠٨ ص١١٧- ١٣١

شوقي بورقبة، بعنوان دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية ٢٠١٠

العامري ، محمد علي " **الإدارة المالية المتقدمة** ".ط١ دار إثراء للنشر والتوزيع ، عمان : ٢٠١٠.

عبد الرحيم ، عاطف جابر طه " **أساسيات التمويل والإدارة المالية** " الدار الجامعية ، الإسكندرية : ٢٠٠٨.

عبد النبي ، محمد الاسواق المالية (٢٠٠٩) ص ٣٩- ٤٧

موسى واخرون ، شقيري نوري و صالح طاهر الزرقان ووسيم محمد الحداد ومهند فايز الدويكات اداة الاستثمار(٢٠١٢) ، التصنيف ٣٣٢,٦ ١ ٢٠١٢ عمان – دار الميسرة للنشر والتوزيع

النابلسي – التطور التاريخي للجهاز المصرفي والمالي في الأردن طبعه ٢٢)

النابلسي ، الجهاز المالي و المصرفي في الاردن ١٩٦٤-٢٠٠٤.

هنـــدي ، منيـــر إبـــراهيم "**الإدارة الماليـــة : مـــدخل تحليلـــي معاصـــر** " ط ٣ المكتـــب العربي الحديث ، الإسكندرية : ١٩٩٧.

هندي ، منيـــر إبـــراهيم هنـــدي "**الفكـــر الحـــديث فـــي هيكـــل تمويـــل الـــشركات** " ط ٢ منشأة المعارف ، الإسكندرية :٢٠٠٨.

الهـــواري ، ســـيد " **الإدارة الماليـــة : الاســـتثمار والتمويـــل طويـــل الأجـــل** " ط ١ ، مكتبة عين شمس ، القاهرة : ١٩٧٦.

هواري، سيد ، الادارة المالية ١٩٩٦ منهج اتخاذ القرارات ،الطبعة ٦ .

(http://www.ase.com.jo/ar/node/844) من موقع سوق عمان المالي

. www.uop.edu.jo/Material/113071832010.doc

المراجع باللغة الانجليزية:

Akerlof،1970 "The Market for 'Lemons'": Quality Uncertainty and the Market Mechanism." *Quarterly Journal of Economics* 84: 353–374.

Prasanna Chandra financial management theory and practice 1986

Booth، L.، V. Aivazian، A. Demirguc-Kunt and V. Maksimovic. 2001. "Capital structures in developing countries". Journal of Finance 55(1): 87–130

Kaifeng،Chen،(2002)،

"The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities "Paper for EFMA2002، Annual Meeting.

Green، C.J.، V. Murinde and J. Suppakitjarak. 2002.

Corporate Financial Structure in India. Economic Research Paper No. 02/4. Centre for International، Financial and Economics Research، Department of Economics، Loughborough University، Loughborough

Hal R. Varian, "How Much Information", 2003

OraluckArsiraphongohisit، Mohamed Ariff،(2004)

" Optimal Capital Structure and firm value: Australian Evidence: 1991-2003 " EFM Classification : Corporate Finance 140

Hijazi T. Syed ،Tariq B.Yasir، (summer2006)

" Determinants of Capital Structure : A Case for Pakistani Cement Industry "The Lahore Journal of Economics vol1، No.1 pp.63-80 .

Brigham،F.Eugene and Ehrhardt،C.Michael(2007)،"Financial Management، Theory and Practic "،Twelve Edition.

Brigham and ehrahardt 2007 E. F. Brigham's, M. C. Ehrhardt's Financial Management 12th(twelfth) edition(Financial Management: Theory & Practice (with Thomson ONE - Business School Edition 1-Year Printed Access Card) (Hardcover))(2007)

Bodi،Zvi and Kane،Alex،Marcus،J.Alan(2009)،"Investments"،Eight Edition

Financial Management, Eugene.F.Brigham،L,G,M by driven press eleventh edition 2009.

Yan .Rusi (2009)" Capital Structire as a Form of Signalling :The Use of Convertible Bonds" **Stand ford University**

Markopoulou .k. Maria (2009).

"CAPITAL STRUCTURE SIGNALING THEORY: EVIDENCEFROM THE GREEK STOCK EXCHANGE "PORTUGUESE JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES، VOL. XIV، NO. 3

Chowdhury،Anup، Chowdhury،P.*Suman. (October، 2010)*

"Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh"BEH - Business and Economic Horizons Volume ،3 ، Issue، 3 pp. 111،122

Eldomiaty، I. Tarek،Choi، J. Chong and Cheng، Philip.

" Determinants of financial signalling theory and systematic risk classes in Egypt: implications for revenue management" International Journal of Revenue Management.

Brigham،Eugene F.1930Intermediate financial management

Hotved and tedder1978hotvedt .J.E and P.L.tedder 1978 systematic and unsyatematic risk and rates of return associated with selected forest products companies . south .J.Agric .Ecom. **The Creditors' Financial Reorganization Decision: New Evidence from Canadian Data,"** Journal of Law, Economics and Organization, Oxford University .

عينة الدراسة :

الشركة الاردنية للصناعات الخشبية /جوايكو
القدس للصناعات الخرسانية
شركة الالبان الاردنية
الدباغة الاردنية
الشركة الاردنية لانتاج الادوية
الشركة العربية لصناعة المواسير المعدنية
شركة الصناعات الكيماوية الاردنية
دار الغذاء
الشركة الصناعية التجارية والزراعية /الانتاج
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية
الشركة الوطنية لصناعة الكوابل والاسلاك الكهربائية
الشركة الوطنية لصناعة وتكرير الزيوت النباتية
الكابلات الاردنية الحديثة/شركة الشرق الاوسط للكبلات المتخصصة /مسك

الاردن
الاجواخ الاردنية
حديد الاردن
الزي لصناعة الالبسة
شركة الجنوب لصناعة الفلاتر
شركة الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية
شركة مجمع الشرق الاوسط للصناعات الالكترونية والهندسية والثقيلة

بيانات الدراسة :

اسم الشركة	تاريخ الاصدار	سعر الاغلاق قبل ٣٠ يوم من الاصدار	سعر الاغلاق قبل ١٥ يوم من الاصدار	سعر الاغلاق يوم الاصدار	سعر الاغلاق بعد ١٥ يوم	سعر الاغلاق بعد ٣٠ يوم
الشركة الاردنية للصناعات الخشبية جوايكو	12/07/2007	٥,٣٧	٥,٢	٣,٩٧	٥	٤,٨٥
القدس للصناعات الخرسانية	29/08/2005	٠	٠	٣,١٨	٣,٤٥	٥,٢٩
شركة الالبان الاردنية	31/05/2007	٢	٢,٨٩	٢,٠٨	٢,٠٦	١,٩٨
الدباغة الاردنية	03/07/2005	٨,٨٥	١١,٥٩	١٦,٥	١٥,٧٢	١١,٥
الشركة الاردنية لانتاج الادوية	21/07/2006	٢,٤	٢,٤٤	٢,٣٨	٢,٠٩	١,٩٧
	14/09/2006	٢,٠٣	٢,٠٥	٢,٠٩	٢	١,٨٦
الشركة العربية لصناعة المواسير المعدنية	02/05/2005	٤,٧	٤,٥	٣,٨٧	٣,٦٩	٣,٦٥
	٢٠٠٦/٠٤/٢٣	٣,٠٢	٩	٢,٥٢	٢,٣	٢,٣٥
شركة الصناعات الكيماوية الاردنية	20/06/2004	٥,١	٤,٨	٤,٢	٤,٢	٤,٢
	14/05/2006	٥,٢٤	٤,٨	٤,٤١	٤,٤٢	٣,٩٩
دار الغذاء	02/08/2005	٢,٩٥	٢,٩	٣,٠٧	٣,٠٢	٣,٠٥
	05/12/2006	١,٨٦	١,٩	١,٨٥	١,٦٣	١,٨٧
الشركة الصناعية التجارية والزراعية	٢٠٠٥/١١/٢١	١,٣٤	١,٦١	١,٣	١,٢	١,٢٥

/الانتاج						
	28/02/2006	١,١١	١,٠٦	٠,٩٩	٠,٩١	٠,٩٩
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	٢٠٠٥/١١/٢٤	٢,٥	٢,٥٣	٢,٤٤	٢,٤٥	٢,٣
	٢٠٠٦/٠٩/١١	٣,٥٦	٣,٦٥	٣,٥	٣,٣٣	٣,٢٨
	01/04/2008	٣,٨٦	٣,٣٥	٣,٤١	٣,٠٣	٣,٧
الشركة الوطنية لصناعة الكوابل والاسلاك الكهربائية	31/08/2005	٢,٩٣	٣,٣٦	٣,٢٧	٣,٤٢	٣,٣٤
	19/10/2006	٢,٦٦	٢,٦٦	٢,٢٦	٢,٣٩	٢,٣٦
	07/12/2006	٢,٥٣	٢,٢٩	٢,٢٥	٢,٢٦	٢,٣
	04/06/2008	٢,٣٨	٢,٣٧	١,٨٧	١,٨٧	١,٨
	24/08/2008	١,٧	١,٨	١,٦٥	١,٥٧	١,٤٥
الشركة الوطنية لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	16-10-2005	١,٦٢	١,٥٩	١,٥	١,٤٧	١,٤٦
	٢٠٠٦-١-٤	١,٤	١,٢٩	١,٢٥	١,٢١	١,٦٥
	06/05/2008	٠,٩١	٠,٩٨	١,٠٣	١,١٣	١,٣٣
الكابلات الاردنية الحديثة/شركة الشرق الاوسط للكبلات المتخصصة /مسك الاردن	28/03/2004	٣,٤٧	٣,٤٤	٣,١٥	٣,٤٧	٣,٧٥
-	23/04/2006	٨,٣	٨,٩٧	٦,٦٧	٦,٦٥	٦,١٦
	٢٠٠٨/٠٤/٢٩	٧,٧١	٧,٨٤	٣,٧٤	٣,٦	٣,٦١
الاجواخ الاردنية	٢٠٠٥/٠١/٢٤	١٢,٥١	١٢,٧٥	١٢,٨	١٣,٦	١٥,٢
	21/06/2007	٧,٧	٧,٦٨	٦,١	٦	٥,٩٤

	08/06/2008	٧,٩	٧,٦٧	٦,٥٣	٦,٧٥	٦,٥٥
حديد الاردن	26/07/2006	٣,٩٩	٣,٨٧	٣,٧٤	٣,٦٩	٣,٩٧
	16/08/2006	٣,٥٧	٣,٧٣	٤,٠٧	٣,٨	٣,٩٢
	19/06/2008	٧,٩	٩,٧٤	٦,٩٧	٨,٠٣	٨
	06/08/2008	٧,٤	٧,٧٩	٦,٢٦	٥,٨٢	٥,٧٥
الزي لصناعة الالبسة	24/04/2005	١,٢٨	١,٣٤	١,٢٣	١,٢١	١,٣٣
	07/06/2006	١,٢٦	١,٣١	١,٢٤	١	٠,٩
	٢٠٠٨/١٠/٠٥	٠,٦٢	٠,٥٩	٠,٥٨	٠,٥٢	٠,٤٩
	٢٠٠٩/٠٨/١٢	٠,٣٢	٠,٣١	٠,٣٣	٠,٣٢	٠,٣٣
شركة الجنوب لصناعة الفلاتر	14/06/2006	١,٢١	١,٢	١,١٧	١,١٦	١,٠٢
	27/06/2007	٢,٤٥	٣,٣٥	٢,٨٥	٢,٣٢	٢,٣١
	29/04/2008	٣,٧	٣,٥٨	٣,٠١	٣,٤٥	٣,٢٦
	21/07/2008	٣,٢٣	٣,٢	٣,٠٨	٣,٠٨	٣,٠٨
شركة الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	23/11/2004	٣,٠٣	٢,٩	٣,١٢	٣,١٨	٣,٠٨
	10/01/2005	٣,١	٣,١٤	٣,٣٨	٣,٠٧	٣,١٢
	2-5-2005	٣	٢,٩٢	٢,٧	٢,٥٥	٣,١٥
	30/06/2005	٢,٧٣	٣,٨٤	٤,٧٢	٤,٥	٤,٦٦
	30/08/2005	٤,٦٦	٤,٥٨	٦,٩٥	٤,٦٩	٤,٢
	24/11/2005	٤,٠٢	٤,١٥	٣,٨	٤,٥١	٤,٣
	23/05/2006	٣,٥٤	٣,٧٦	٣,٦٢	٣,٥	٤,٠٥
	٢٠٠٦-٥-٢٩	٣,٧٥	٣,٩	٣,٥	٣,٣	٣,٩١
	07/05/2008	٤,٧٨	٤,٦	٢,٩	٢,٨٥	٢,٦٥
شركة مجمع الشرق الاوسط للصناعات الالكترونية والهندسية والثقيلة	30/11/2003	١,١٣	١,١٥	١,٢١	١,٢٨	١,٢٩
	20/06/2004	١,٤٩	١,٧٢	١,٦	١,٦٣	١,٦٤

	٢٠٠٤/٠٩/١٩	١,٦٥	١,٦٧	١,٦٩	١,٧٢	١,٦٩
	11/12/2005	٦,٧٢	٦,٤٨	٣,٢٩	٣,١٥	٣,٠٣
	20/02/2006	٢,٩٨	٣,١	٢,٥٢	١,٨١	٢,٤٢
	13/03/2006	٢,٩٩	٢,١٦	٢,١٥	٢,٨٤	٢,٨٦
	٢٠٠٦/٠٥/١١	٢,٨٦	٢,٩٥	٢,٧٣	٢,٦٩	٢,٧
	18/06/2006	٢,٩٦	٢,٧٥	٢,٦	١,٩٨	١,٩٦
	12/02/2007	١,٩٤	٢,١٤	٢,٢٨	٢,٢٩	٢,٣٢
	26/12/2010	٠,٣٨	٠,٣٧	٠,٤٦	٠,٤٦	٠,٥٥